



ACADEMIA ROMÂNĂ

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 102

Colectia
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria
***Studii și
cercetări
economice***

**DEFINIREA
STABILITĂȚII
FINANCIARE**

Dragoș Ion POPESCU

ISBN 978 - 973 - 159 - 162 - 9



Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU”
Centrul de Informare și Documentare Economică

DEFINIREA STABILITĂȚII FINANCIARE

Dragoș Ion POPESCU



Centrul de Informare și Documentare Economică

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
REDACTOR-ȘEF – VALERIU IOAN-FRANC

Redactor: PAULA NEACȘU
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDA
CIDE/STUDII/PROBLEME: Stud-DragosPopescu-Definirea102.doc

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,
cod poștal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 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 și 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: 978-973-159-162-9

CUPRINS

INTRODUCERE	5
1. DEFINIREA STABILITĂȚII FINANCIARE.....	6
1.1. Abordări ale modului de definire a stabilității financiare	6
1.2. Noua dimensiune a stabilității financiare	9
1.3. În căutarea unei definiții cuprinzătoare a stabilității financiare	12
2. EVALUAREA STABILITĂȚII FINANCIARE	14
2.1. Identificarea și monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare.....	15
2.2. Cuantificarea impactului potențial asupra stabilității financiare	22
3. ROLUL POLITICILOR ECONOMICE ÎN ASIGURAREA STABILITĂȚII FINANCIARE	23
3.1. Politica monetară	23
3.2. Politica macroprudențială.....	27
CONCLUZII	33
BIBLIOGRAFIE.....	37

INTRODUCERE

Actuala criză financiară a condus la o reconfigurare a cadrului instituțional destinat asigurării stabilității financiare și a rolului dezirabil al diferitelor instituții și politici economice în prezervarea acestora. Odată cu acest proces, formularea unei definiții clare a stabilității financiare, identificarea unor instrumente bine definite și statuarea unui nivel consensual în ceea ce privește rolul dezirabil al diferitelor politici economice în asigurarea stabilității financiare au crescut în importanță.

În comparație cu stabilitatea prețurilor, stabilitatea financiară este un concept mult mai eluziv, pentru care nu există o definiție unanim acceptată, fiind imposibil de evaluat printr-un singur indicator și de adresat printr-un singur instrument. Aceste dificultăți reprezintă o reflectare a complexității acestui fenomen proteiform, care este modelat de interdependențele și interacțiunile dintre diferitele sectoare ale sistemului financiar, precum și dintre sistemul financiar și economia reală.

În acest context, formularea unei definiții de lucru a stabilității financiare poate fi considerată piatra de temelie pentru organizarea cadrului analitic destinat măsurării și monitorizării stabilității financiare și a cadrului operațional necesar implementării politicilor dezirabile prezervării într-o manieră perpetuă a stabilității financiare. Având în vedere aceste aspecte, lucrarea își propune, într-o primă instanță, să coaguleze o definiție cât mai robustă a stabilității financiare, inclusiv din considerente operaționale, iar ulterior să identifice principalii indicatori care pot furniza semnale consistente în scopul monitorizării și evaluării vulnerabilităților în faza de acumulare. În final, lucrarea analizează rolul diferitelor politici economice și al instrumentelor de care acestea dispun în prezervarea stabilității financiare.

Primul capitol al lucrării este dedicat analizei conceptului de stabilitate financiară, respectiv a diverselor modalități de definire propuse până în prezent de literatura de specialitate. Totodată, același capitol încearcă să creioneze o definiție cât mai robustă, care să capteze riscurile la adresa stabilității financiare în multiplele sale dimensiuni.

Capitolul doi completează demersurile întreprinse în capitolul anterior, prin identificarea posibilor indicatori destinați monitorizării riscurilor și cuantificării impactului potențial asupra stabilității financiare în cazul materializării riscurilor respective.

Capitolul trei analizează rolul diferitelor politici economice în prevenirea sau remedierea vulnerabilităților constatate pe faza de acumulare a dezechilibrelor. În acest sens, sunt analizate instrumentele politicilor monetare și macroprudențiale care pot contribui direct sau indirect la asigurarea și menținerea stabilității financiare.

1. DEFINIREA STABILITĂȚII FINANCIARE

În pofida creșterii interesului decidenților de politică economică în domeniul stabilității financiare, nu există o definiție larg acceptată a acestui concept, atât mediul academic, cât și băncile centrale oferind interpretări variate. “Evaluarea stabilității financiare, așa cum este ea realizată astăzi de către băncile centrale, probabil este comparabilă cu modul în care politica monetară era condusă de către băncile centrale cu trei-patru decenii în urmă”.¹

Formularea unei definiții de lucru a stabilității financiare este considerată principalul element pentru dezvoltarea unui cadru analitic destinat identificării, evaluării și salvagărdării stabilității financiare.²

În prezent, există două școli de gândire care tratează conceptul de stabilitate financiară: reprezentanții primei școli preferă să definească și să analizeze *instabilitatea financiară*, în timp ce al doilea curent de gândire definește și analizează opusul, respectiv *stabilitatea financiară*. În lucrarea de față vom urma liniile directoare ale celei din urmă abordări, întrucât conferă o mai mare claritate analizei și favorizează demersul de a construi o definiție comprehensivă, mai ales din punct de vedere operațional.

Astfel, o analiză a literaturii de specialitate arată faptul că majoritatea definițiilor stabilității financiare au trei elemente comune: i) prezintă o abordare macroprudențială, vizează sistemul financiar ca întreg și nu tratează instituțiile de credit în mod individual, ii) nu evaluează costurile și beneficiile stabilității financiare în mod izolat, ci în relație cu activitatea economică, iii) în dese rânduri, fac referire la instabilitatea financiară și la riscurile acesteia, considerând că este mai ușor de observat și de măsurat.

De-a lungul timpului, în căutarea unei definiții operaționale a stabilității financiare care să poată ghida politicile destinate acestui scop, au fost luate în considerare numeroase abordări, influențate în principal de experiențele istorice ale diferitelor economii și de problemele cu care decidenții de politică economică s-au confruntat în timp.

1.1. Abordări ale modului de definire a stabilității financiare

Adrian Orr definea stabilitatea financiară, într-un discurs în cadrul Institutului de Inginerie, ca o situație în care riscurile din sistemul financiar sunt adecvat

¹ Banca Centrală Europeană, Raport asupra stabilității financiare (2008).

² Cadru analitic reprezintă totalitatea modelelor, metodelor și indicatorilor utilizați în cadrul politicilor destinate asigurării stabilității financiare.

identificate, măsurate și gestionate.³ Această definiție, deși extrem de pertinentă, este mult prea generală, nereușind să surprindă natura multidimensională a stabilității financiare, care se referă la stabilitatea instituțiilor și a piețelor financiare, inclusiv la relația acestora cu economia reală.

Pentru Andrew Crockett, stabilitatea financiară reprezintă situația în care performanțele economice nu sunt afectate de episoadele de volatilitate ale prețurilor activelor sau de incapacitatea instituțiilor financiare de a-și duce la îndeplinire obligațiile contractuale.⁴ Această aserțiune consideră volatilitatea prețurilor activelor ca o sursă a instabilității financiare și argumentează că stabilitatea financiară există atât timp cât sistemul financiar continuă să funcționeze normal, fără asistență externă.

Roger Ferguson, vicepreședinte al Consiliului Guvernatorilor Rezervei Federale, definea stabilitatea financiară ca absența instabilității financiare, caracterizată prin: i) creșterea accelerată a prețurilor activelor peste valoarea lor fundamentală, ii) existența unor distorsiuni semnificative în funcționarea piețelor și reducerea disponibilității creditului, iii) iar ambele conduc la o deviație semnificativă a activității economice efective de la nivelul potențial.⁵ Observăm că Ferguson, ca și Crockett, încorporează prețurile activelor în definiția stabilității financiare și evaluează stabilitatea financiară în relație cu economia reală.

Wim Duisenberg, fost președinte al Băncii Centrale Europene, definea stabilitatea financiară ca o situație care reclamă funcționarea eficientă și lipsită de tensiuni a elementelor-cheie care alcătuiesc sistemul financiar.⁶

O definiție asemănătoare a fost sugerată și de către fostul guvernator al băncii centrale a Indiei, respectiv stabilitatea financiară reprezintă funcționarea adecvată a piețelor financiare și a instituțiilor financiare, neexcluzând totuși absența definitivă a crizelor.⁷ O interpretare a acestei definiții sugerează că provocarea nu constă în prevenirea tuturor evenimentelor de instabilitate financiară, un anumit grad de "*distrugere creativă*" fiind absolut necesar.

Astfel, chiar și un sistem financiar dinamic și eficient se poate confrunta cu episoade de volatilitate și turbulențe sau pot exista, la un anumit moment în timp, instituții financiare care nu pot gestiona adecvat riscurile și incertitudinile.

În accepțiunea lui Tommaso Padoa-Schioppa, fost membru în Comitetul Executiv al Băncii Centrale Europene, stabilitatea financiară apare ca o condiție în care sistemul financiar este capabil să absoarbă șocurile fără a genera procese cumulative care să deterioreze procesul de alocare a economisirilor către oportunitățile de investiții sau procesarea plăților într-o economie⁸. Această definiție subliniază reziliența sistemului financiar în ansamblu, pentru a putea

³ Adrian Orr (2006).

⁴ Andrew Crockett (1997).

⁵ Roger Ferguson (2002).

⁶ Wim Duisenberg (2001).

⁷ Y. Reddy (2006).

⁸ T. Padoa-Schioppa (2003).

continua să promoveze funcțiile sale esențiale. Spre deosebire alte definiții, sustenabilitatea sistemului de plăți este menționată explicit de către Padoa-Schioppa, întrucât deteriorarea funcționării mecanismelor de plată exercită efecte adverse asupra economiei.

Într-o manieră asemănătoare, Bundesbank consideră stabilitatea financiară o stare de echilibru în care sistemul financiar îndeplinește funcțiile sale de bază, cum ar fi alocarea eficientă a resurselor, diversificarea riscurilor, facilitarea plăților, și este capabil să continue îndeplinirea acestor funcții-cheie chiar și în prezența unor șocuri, în situații de stres financiar sau în cadrul unei perioade cu modificări structurale profunde.⁹

Aceeași abordare o afișează și Banca Angliei, care definește obiectivul stabilității financiare ca necesitate a asigurării rezilienței sistemului financiar, condiție esențială pentru o ofertă stabilă de servicii financiare – servicii de plăți, disponibilitatea creditului, asigurarea împotriva riscului – pentru economia reală pe toată perioada ciclului de credit.¹⁰

O definiție și mai cuprinzătoare, care a fost inclusă de către Banca Centrală Europeană în *Raportul asupra stabilității financiare* din anul 2007, definește stabilitatea financiară ca o condiție în care sistemul financiar – cuprinzând intermediarii financiari, piețele și infrastructura financiară – este capabil să absoarbă șocurile financiare, atenuând probabilitatea unor perturbări în procesul de intermediere financiară, care sunt suficient de severe pentru a deteriora alocarea economisirilor către oportunitățile de investiții.

După cum se poate observa, au existat modificări continue în modul de înțelegere și definire a conceptului de stabilitate financiară, ca urmare a dezvoltării piețelor și produselor financiare și a provocărilor cu care decidenții de politică economică s-au confruntat. Totodată, deși există o serie de definiții mult mai facile ale stabilității financiare¹¹, care pot să confere mai multă claritate conceptului, s-a dovedit în timp că ele au avut o contribuție reactivă, ignorând perioadele de acumulare a dezechilibrelor și, totodată, potențialul de risc al acestora.

Determinanții și modul de propagare a crizei financiare actuale au conferit o nouă dimensiune stabilității financiare, având în vedere deficiențele clare în identificarea ex-ante a riscului sistemic de către instituțiile abilitate. În consecință, aceste evoluții au impus necesitatea unei orientări macroprudențiale a stabilității financiare, prin luarea în considerare a interconexiunilor dintre instituții, piețe financiare și economia reală.

⁹ Bundesbank, Raport asupra stabilității financiare (2006).

¹⁰ Banca Angliei (2009).

¹¹ Spre exemplu, o serie de autori definesc stabilitatea financiară ca reprezentând absența crizelor bancare.

1.2. Noua dimensiune a stabilității financiare

Abordarea microprudențială care a prevalat în perioada premergătoare crizei financiare s-a concentrat asupra vulnerabilităților instituțiilor financiare la nivel individual, tratând riscurile în mod exogen în raport cu comportamentul individual al acestora și ignorând totodată riscul sistemic. Prețurile activelor, condițiile de creditare și evoluția economiei în ansamblu au fost dissociate de comportamentul individual al instituțiilor financiare. Ca o consecință firească, paradigma preciză nu a acordat atenție multitudinii canalelor de transmisie existente între economia reală și sectorul financiar, având exclusiv un caracter static.¹²

În contrast cu abordarea microprudențială, abordarea macroprudențială vizează limitarea riscului sistemic, a externalităților sistemului financiar și a modului în care acestea afectează economia reală. Dimensiunea macroprudențială tratează riscurile ca fiind de natură endogenă în raport cu comportamentul colectiv al instituțiilor financiare, considerând evoluția prețurilor activelor, a condițiilor de creditare și a îndatorării dependente de evoluțiile colective ale sistemului financiar.

Din punct de vedere analitic, abordarea macroprudențială a stabilității financiare prezintă două dimensiuni¹³: o dimensiune temporală, care analizează modul în care riscul sistemic evoluează în timp, și o dimensiune structurală, care analizează modul în care riscul sistemic este alocat în cadrul sistemului financiar la un anumit moment în timp.

Totodată, fiecărei dimensiuni îi este asociată o sursă a riscului sistemic. Dimensiunea temporală vizează prociclicitatea sistemului financiar, respectiv interacțiunea dintre ciclurile economice și ciclurile financiare, în timp ce dimensiunea structurală vizează interdependențele și expunerile comune din cadrul sistemului financiar și modul în care sursele comune de risc pot afecta instituțiile financiare.

Având în vedere această schimbare de optică, pe parcursul lucrării vom trata problematica stabilității financiare din perspectivă macroprudențială, perspectivă care vizează limitarea riscului sistemic în ambele sale dimensiuni. Cu toate acestea, trebuie specificat faptul că, deși s-a constatat că stabilitatea financiară la nivel microeconomic nu este o condiție suficientă pentru menținerea stabilității financiare la nivel macroeconomic/agregat, rămâne totuși o condiție imperativ necesară.

¹² *O analiză extinsă a mecanismelor de transmisie între sectorul financiar și economia reală este disponibilă în următoarele materiale ale Comitetului Basel pentru Supraveghere Bancară: "The transmission channels between the financial and the real sectors: a critical survey of literature" și "The policy implications of transmission channels between the financial system and the real economy".*

¹³ Claudio Borio (2009).

Mecanismul de acumulare a riscului sistemic în dimensiunea temporală

Principalul obiectiv al politicii economice în cadrul dimensiunii temporale a riscului sistemic constă în temperarea prociclicității sistemului financiar, respectiv a modului în care riscul de sistem poate fi amplificat atât prin interacțiunile diferitelor componente ale sistemului financiar, cât și prin interacțiunile dintre sectorul financiar și economia reală. Pe faza ascendentă a ciclului economic, sistemul financiar devine supraexpus la riscul agregat prin creșterea disponibilității creditului, a prețurilor activelor, a îndatorării și a necorelării scadențelor. Prociclicitatea sistemului financiar poate avea cauze multiple, incluzând, fără a se limita la, miopia agenților economici, așteptările nerealiste și mirajul câștigurilor viitoare de capital, precum și credința că *“de data asta va fi altfel”*¹⁴. Împreună, toți acești factori contribuie la creșterea nesustenabilă a datoriei în diversele sale forme și potențează mecanismul de transmisie dintre economia reală și sectorul financiar.

În situația în care sistemul financiar nu dispune de rezerve excedentare cu rol de tampon acumulate în perioadele de creștere economică, inversarea fazei ciclului economic și a ciclului de credit induce stres la nivelul întregului sistem financiar, care este amplificat prin declanșarea procesului de ajustare bilanțieră și reducerea disponibilității creditului și a altor servicii financiare către economie.

Pe faza ascendentă a ciclului economic, evoluția creditului și a prețurilor activelor se află într-o relație cauzală bidirecțională, conducând la creșterea îndatorării și a efectului de levier (leverage) al sectoarelor economiei reale. În situația în care expansiunea rapidă a creditului este finanțată de către bănci care operează cu un nivel constant al capitalului și lichidității, acestea sunt supuse unor dificultăți financiare semnificative atunci când tendințele pozitive observate se vor inversa. Aceste vulnerabilități se concretizează prin creșterea incapacității de rambursare a debitorilor și scăderea prețurilor activelor utilizate drept colateral. În aceste condiții, rezervele de capital se pot dovedi insuficiente pentru a absorbi potențialele șocuri, ceea ce va determina ajustări la nivelul bilanțurilor instituțiilor financiare, cu consecințe asupra costului și disponibilității creditului acordat economiei reale.

Evoluțiile descrise anterior sunt fundamentate atât de teoria convențională, cât și de precedentul istoric. Creșterile accelerate ale prețurilor activelor, ancorate de așteptările optimiste în ceea ce privește câștigurile viitoare de capital care au coexistat cu expansiunea alertă a creditului, au fost urmate de crize financiare severe și de recesiuni economice adânci și lungi.¹⁵ Aceste evoluții constituie tipologia principalelor episoade majore de criză, de la Marea Depresiune la crizele țărilor emergente din America Latină și Asia de Est și actuala criză financiară internațională.

Riscul sistemic este amplificat și de extinderea fenomenului de necorelare pe scadențe a surselor atrase în raport cu activele financiare. Deși activitatea de

¹⁴Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff (2009).

¹⁵Charles Kindleberger și Robert Aliber (2011), Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff (2009).

transformare a maturităților reprezintă etosul dominant al activității de intermediere financiară, extinderea accelerată a acestei necorelări expune băncile la riscul de lichiditate datorat retragerilor rapide de fonduri din partea creditorilor și, pe cale de consecință, conduce la lichidarea pozițiilor în condiții de piață defavorabile.

Criza financiară actuală a adus în prim-plan mecanismul acestui proces destabilizator. Instituțiile financiare care au afișat un nivel ridicat de corelare între mărimea bilanțurilor și ponderea finanțărilor atrase pe termen scurt în totalul finanțărilor s-au confruntat cu presiuni semnificative asupra poziției lichidității și solvabilității, odată ce incertitudinea sporită a condus la dispariția surselor instabile de finanțare, conducând la apariția cercului vicios între constrângerile de finanțare și oferta de credit adresată economiei reale.

Mecanismul de acumulare a riscului sistemic în dimensiunea structurală

Dimensiunea structurală a riscului sistemic vizează concentrarea riscului sistemic care poate apărea din expunerile comune mari sau din conexiunile bilanțiere între instituțiile financiare. Ca urmare, un rol important trebuie atribuit identificării instituțiilor financiare de importanță sistemică și a contribuției acestora la riscul sistemic, datorat în principal mărimii, gradului de interconexiune cu alte instituții financiare și gradului de substituție a serviciilor financiare oferite. De asemenea, riscul sistemic este amplificat de lipsa de informații și transparență, precum și de complexitatea produselor financiare și a instituțiilor respective.

Sistemul financiar așeză o vulnerabilitate sporită atunci când riscul este concentrat într-un număr redus de instituții sau piețe sau când furnizarea de servicii financiare nu este omogen distribuită în cadrul sistemului financiar¹⁶. Acestea se datorează faptului că instituțiile financiare eșuează în a internaliza efectele acțiunilor proprii sau în a evalua implicațiile pe care acțiunile contrapartidelor lor le au asupra propriei activități. Mai mult, semnificația sistemică a acestor instituții poate crea așteptări favorabile legate de o eventuală intervenție a statului, ceea ce le viciază suplimentar stimulentele și comportamentul.

Așa cum am amintit anterior, riscul sistemic în dimensiunea structurală poate fi generat de către opacitatea și complexitatea instituțiilor financiare, a piețelor și a instrumentelor. Toți acești factori amplifică incertitudinea și potențează efectele de contagiune, contribuind la suspendarea tranzacțiilor financiare și la deteriorarea modului de funcționare a piețelor financiare în condiții de risc și incertitudine ridicate. Criza produselor financiare subprime, precum și recente tensiuni la nivelul pieței datoriilor suverane subliniază cu precădere modul în care complexitatea produselor financiare, opacitatea expunerilor și interdependențele între instituțiile financiare amplifică propagarea rapidă a riscului și deteriorează accesul la finanțare.

Activitățile sistemului bancar paralel și expunerile aferente produselor financiare derivate tranzacționate *over the counter* au amplificat riscul sistemic, având în vedere că aceste tranzacții implică o singură contrapartidă, care nu

¹⁶ Andrew Haldane și Robert May (2011).

poate fi observată de către restul participanților la piață. Compensarea tranzacțiilor instituțiilor financiare prin intermediul contrapartidelor centrale înlocuiește o astfel de rețea de expuneri bilaterale cu o structură în care fiecare participant deține o singură expunere față de o contrapartidă centrală și poate conduce la redistribuirea riscului de contrapartidă și la centralizarea controlului riscului și a gestionării situațiilor de nerambursare, cu efecte pozitive asupra limitării riscului de contagiune.

1.3. În căutarea unei definiții cuprinzătoare a stabilității financiare

Explorând diversele abordări și noile dimensiuni descrise anterior ale conceptului de stabilitate financiară, putem constata că, în pofida diversității acestora, se poate observa o convergență a opiniilor.

Stabilitatea financiară este definită în relație cu: i) capacitatea sistemului financiar de a îndeplini funcțiile de bază: intermediere, asigurarea serviciilor de plăți, managementul riscului, ii) posibilitatea de susținere a unui nivel ridicat de încredere în capacitatea lor de a-și îndeplini obligațiile contractuale, iii) capacitatea de a rezista la șocuri fără asistență externă, iv) capacitatea de susținere a unui nivel adecvat al activității economice.

Urmând firul acestui consens, orice definiție a stabilității financiare trebuie să ia în considerare două elemente fundamentale aflate în strânsă relație de interdependență, atât convergentă, cât și divergentă, respectiv sectorul real și sectorul financiar. Primul element surprinde condițiile macroeconomice care guvernează economia reală și afectează constelația de semnale care ghidează deciziile financiare, alcătuiind mediul în care sistemul financiar operează. Cel de-al doilea este reprezentat de sistemul financiar și de capacitatea acestuia de a absorbi într-o manieră ordonată șocurile adverse, având atât cauze exogene, cât și endogene. Pentru ca politicile economice să fie eficiente în tratarea problemelor de stabilitate financiară, ele trebuie să introducă aceste legături în evaluarea cost-beneficiu care fundamentează funcția de reacție.

Având în vedere cele relatate anterior, se coagulează următoarea idee: deși stabilitatea financiară poate fi definită în termeni generici ca absență a volatilității excesive a prețurilor pieței financiare sau a crizelor financiare, această abordare este retroactivă și nu surprinde natura multidimensională a fenomenului datorată complexității și interdependențelor existente în cadrul sistemului financiar, dar și între sistemul financiar și economia reală. Astfel, este necesară o definiție mai complexă, care, deși poate fi mai puțin clară, are un caracter mai larg, fiind imperativ necesar să ia în considerare relația dintre instituții financiare, piețe financiare, infrastructura financiară și economie în ansamblu.

În consecință, lucrarea a definit stabilitatea financiară ca o condiție de echilibru în care sistemul financiar: i) poate gestiona riscul sistemic fără a-l

canaliza către alți participanți sau către economia reală, ii) facilitează într-un mod eficient alocarea intertemporală a economisirilor către oportunitățile de investiții, iii) poate să identifice, să evalueze și să gestioneze riscurile într-o manieră anticipativă.

2. EVALUAREA STABILITĂȚII FINANCIARE

Definirea stabilității financiare, împreună cu stabilirea unui etalon observabil al acesteia constituie elemente esențiale pentru conceperea unui cadru operațional articulat, destinat asigurării stabilității financiare. De asemenea, așa cum argumentează Claudio Borio¹, capacitatea de măsurare a stabilității financiare îndeplinește două roluri esențiale. Unul dintre acestea constă în extragerea responsabilității autorităților responsabile cu îndeplinirea mandatului de stabilitate financiară. Celălalt rol facilitează conturarea strategiei care stabilește legătura între obiectivul stabilit și instrumentele dezirabile atingerii obiectivului stabilit. Ambele roluri implică capacitatea de măsurare a stabilității financiare atât ex-ante, cât și ex-post și, totodată, ridică provocări semnificative.

În practică, evaluarea stabilității financiare este grevată de două dificultăți majore:

- i) creșterea complexității și a interdependențelor existente la nivelul sistemului financiar, asociate inovațiilor financiare și fenomenului de globalizare și integrare a piețelor;
- ii) lipsa existenței unui cadru analitic pentru evaluarea stabilității financiare asemănător celui folosit în cazul stabilității prețurilor.²

În pofida acestor dificultăți, eforturile conceperii și dezvoltării unui cadru analitic destinat stabilității financiare s-au intensificat progresiv, în special după declanșarea recente crize financiare internaționale. Totodată, până în prezent, nu a fost dezvoltat un indice de stabilitate financiară care să fie acceptat pe scară largă (așa cum există în cazul stabilității prețurilor), deși sunt preocupări din ce în ce mai intense în acest sens. Chiar și așa, posibilitatea identificării și monitorizării stabilității financiare în baza unui singur indicator, fie el agregat sau compozit, rămâne controversată și totodată lipsită de eficiență, având în vedere dificultățile existente în a surprinde complexitatea crescândă și interdependențele existente la nivelul sistemului financiar. Aceste dificultăți sunt în permanență amplificate de procesul continuu de dezvoltare și integrare financiară care guvernează sistemul financiar.

Demersul de evaluare a stabilității financiare poate fi organizat în două etape: identificarea și monitorizarea riscurilor care pot pune în pericol stabilitatea financiară și evaluarea capacității sistemului financiar de a absorbi șocurile potențiale în cazul materializării riscurilor identificate, fără a pune în pericol performarea funcțiilor sale esențiale.

¹ Claudio Borio (2009).

² Jose Manuel Gonzalez (2007).

2.1. Identificarea și monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare

Indicatorii și metodele utilizate pentru identificarea și monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare pot să difere de la caz la caz, având în vedere particularitățile structurilor economice și financiare și importanța relativă a instituțiilor și piețelor financiare în finanțarea economiei.

O soluție utilizată în prezent constă în folosirea unui mix de indicatori în baza cărora decidenții de politică economică identifică potențialele riscuri la adresa stabilității financiare, indicatori care sunt reevaluați periodic, având în vedere natura evolutivă a riscurilor pe care trebuie să le identifice.

Un exemplu în acest sens îl constituie indicatorii de stabilitate financiară (*Financial Soundness Indicators*) dezvoltati de către Fondul Monetar Internațional. Acești indicatori vizează atât instituțiile, piețele și infrastructura financiară, cât și sectorul real și sectorul guvernamental, în calitate de debitori principali ai instituțiilor financiare, tratând astfel stabilitatea financiară, în principal, ca un fenomen sistemic.

Cei 39 de indicatori sunt împărțiți în două grupe (tabelul 1). Primul grup cuprinde un set de indicatori **principali** care vizează riscurile din sistemul bancar, indicatori care sunt compatibili cu metodologia CAMELS utilizată pentru evaluarea stabilității unei instituții financiare (adecvarea capitalului, calitatea activelor, a managementului, evoluția veniturilor, lichiditatea și sensibilitatea la riscul de piață). Al doilea grup cuprinde un set de indicatori **recomandați** ai sistemului bancar, ai instituțiilor financiare nebancale, ai sectorului companiilor nefinanciare și populației, precum și ai pieței imobiliare. Incluziunea sectoarelor nebancale reiterează importanța interconexiunilor dintre diferitele sectoare ale economiei și modul în care evoluțiile înregistrate la nivelul sistemului financiar și al economiei reale se potențează reciproc.

Tabelul 1

Riscurile monitorizate prin indicatorii de stabilitate financiară (*Financial Soundness Indicators*) – Fondul Monetar Internațional

Categoria	Indicatorul
<i>Setul principal de indicatori – instituții bancare</i>	
Adecvarea capitalului	Raportul de solvabilitate
	Rata fondurilor proprii de nivel I în raport cu riscul de credit
	Gradul de acoperire a împrumuturilor neperformante cu provizioane
Calitatea activelor	Ponderele împrumuturilor neperformante în totalul creditelor acordate
	Distribuția sectorială a împrumuturilor

Categoria	Indicatorul	
Profitabilitate	ROE	
	ROA	
	Ponderea veniturilor din dobânzi în totalul veniturilor	
	Ponderea costurilor administrative și fixe în totalul veniturilor	
Lichiditate	Ponderea activelor lichide în totalul activelor	
	Evoluția activelor lichide în raport cu pasivele pe termen scurt	
	Poziția netă în valută	
<i>Setul de indicatori cu titlu de recomandare</i>		
Instituții bancare	Efectul de levier	
	Identificarea expunerilor mari	
	Distribuția geografică a împrumuturilor	
	Poziția brută a activelor asociată derivatelor financiare	
	Poziția brută a pasivelor asociată derivatelor financiare	
	Ponderea veniturilor din tranzacționare în totalul veniturilor	
	Evoluția costurilor administrative și fixe în raport cu veniturile	
	Evoluția marjelor de dobândă la împrumuturi și depozite	
	Evoluția indicatorului credite/depozite	
	Ponderea împrumuturilor denominate în monedă străină în totalul împrumuturilor	
	Ponderea pasivelor denominate în monedă străină în totalul pasivelor	
	Alte instituții financiare (AIF)	Activele AIF raportate la totalul activelor sistemului financiar
		Activele AIF raportate la PIB
Companiile nefinanciare	Evoluția datoriei raportată la capitalul propriu	
	ROE	
	Profitul operațional raportat la cheltuielile cu dobânzile	
	Disciplina la plată și evoluția insolvențelor	
Gospodării	Datoria raportată la PIB	
	Serviciul datoriei raportat la venitul disponibil	
Lichiditatea pieței	Evoluția marjelor bid-ask la nivelul diferitelor segmente ale pieței financiare	
	Volumul tranzacțiilor la nivelul diferitelor segmente ale pieței financiare	
Piața imobiliară	Evoluția preturilor pieței imobiliare	
	Împrumuturile imobiliare acordate, raportate la totalul împrumuturilor	

Sursa: Fondul Monetar Internațional.

Un alt exemplu în acest sens este tabloul de risc publicat relativ recent de către Consiliul European de Risc Sistemic, care cuprinde un set de indicatori destinat identificării și măsurării riscului sistemic. Tabloul de risc este actualizat cu o frecvență trimestrială și este structurat în funcție de diferite categorii de risc aferente diferitelor sectoare ale economiei. Indicatorii doresc să surprindă interconexiunile și riscul sistemic, riscul macroeconomic, riscul de credit, riscul de lichiditate, riscul de piață, riscul de profitabilitate și solvabilitate. Indicatorii care alcătuiesc fiecare categorie sunt selectați conform cu: i) principiul relevanței pentru politicile macroprudențiale, ii) disponibilitatea datelor și iii) natura anticipativă a indicatorilor.³ Cu toate acestea, “tabloul de risc trebuie privit ca un instrument informațional care să stimuleze o analiză suplimentară a riscului sistemic, mai degrabă decât un sistem de avertizare timpurie”⁴.

Tabelul 2 prezintă cele cinci clase de risc incluse în tabloul Consiliului European de Risc Sistemic, împreună cu indicatorii aferenți fiecărei clase de risc și semnalele pe care aceștia le oferă.

Tabelul 2

Clasele de risc existente în cadrul tabloului de risc publicat de CERS

Categoriile de risc	Indicatorul	Semnalele extrase
Interconexiunile și riscul sistemic	Indicator compozit al riscului sistemic	Contribuția diferitelor segmente ale sistemului financiar (piața de capital, piața valutară, piața monetară) la riscul sistemic este transpusă într-un singur indicator.
	Indicator al riscului sistemic din sectorul bancar	Probabilitatea simultană de default într-un orizont de un an a două sau mai multe grupuri bancare de dimensiuni mari.
	CoVar	Contribuția medie a unei instituții financiare la riscul sistemic.
	Grafic ce înfățișează rețeaua neuronală a creanțelor transfrontaliere ale băncilor din Uniunea Europeană	1. Relevanța creanțelor externe totale (expunerea transfrontalieră) ale sistemului bancar al unei țări. 2. Creanțele externe bilaterale între sectorul bancar al fiecărei țări și debitorii din alte țări.
Riscuri macroeconomice	Rata de creștere a PIB real	Activitatea economică generală.
	Deviația creditului acordat sectorului privat de la trend	Informații cu privire la ciclul de credit, ciclul economic și relația dintre acestea, acumularea dezechilibrelor financiare sub forma

³ Consiliul European de Risc Sistemic.

⁴ Consiliul European de Risc Sistemic, Raport anual 2012.

Categoriile de risc	Indicatorul	Semnalele extrase
		creșterii accelerate a lichidității din economie, a îndatorării și a prețurilor activelor.
	Balanța contului curent	Poziția comercială. Competitivitatea externă. Vulnerabilitatea în fața volatilității fluxurilor de capital.
	Rata șomajului	Venitul disponibil al gospodăriilor și capacitatea acestora de economisire, consum, rambursare a datoriilor. Gradul și eficiența utilizării resurselor în economie.
	Datoria publică/PIB Deficitul bugetar/PIB Prima de risc aferentă datoriei suverane	Sănătatea financiară a sectorului guvernamental, sustenabilitatea poziției fiscale, percepția riscului sistemic aferent dezechilibrelor fiscale.
	Datorii/venit disponibil (gospodării) Datorii/capital propriu (companii nefinanciare)	Capacitatea sectorului nefinanciar de a-și rambursa datoriile contractate.
	Indicatori de încredere în economie	Indicator compozit al încrederii în diferite sectoare ale economiei, evaluează informal așteptările agenților economici referitoare la condițiile economice viitoare.
	Indicele producției industriale Indicele "Purchasing Manager Index"	Producția în sectorul industrial – proxy pentru activitatea economică de ansamblu.
	Prețul aurului și al petrolului Brent	Percepția riscului în rândul investitorilor. Eventuale șocuri asupra economiei reale în special în țările dependente de importuri petroliere influențează inflația și producția realizată.
Riscul de credit (gospodării și corporații nefinanciare)	Prețurile proprietăților rezidențiale	Împreună cu evoluția creditului gospodăriilor, semnalizează evoluții nesustenabile ale prețurilor acestei categorii de active, cu posibile consecințe negative asupra performanțelor financiare ale băncilor și economiei reale în cazul

Categoriile de risc	Indicatorul	Semnalele extrase
		unei crize financiare.
	Evoluția împrumuturilor în monedă străină în statele Uniunii Europene	Impactul evoluției nefavorabile a ratei de schimb asupra capacității de rambursare a datoriilor și distorsiuni în deciziile de consum, economisire, investire.
	Randamentele obligațiunilor corporative nefinanciare	Accesul la finanțare pentru companiile nefinanciare de dimensiuni mari.
	Ecartul ratelor dobânzilor instituțiilor financiare monetare în relația cu gospodăriile și societățile nefinanciare	Barometru pentru costul creditului în cazul companiilor mici și mijlocii care nu au acces la alte forme de finanțare externă.
	Modificarea standardelor de credit pentru împrumuturile imobiliare	Captează răspunsul sectorului bancar la evoluțiile activității economice.
	Modificarea standardelor de credit pentru împrumuturile acordate marilor întreprinderi	
Riscul de lichiditate	Ecartul ratelor dobânzii pieței monetare interbancare (EURIBOR -OIS)	Prima de risc solicitată de bănci pentru a se împrumuta reciproc captează tensiunile pe piața monetară interbancară.
	Indicator sintetic al lichidității pieței financiare în zona euro	Captează capacitatea participanților la piața de tranzacționare active, fără a genera variații mari la nivelul prețurilor. Se calculează în baza evoluțiilor pieței valutare, pieței de capital și pieței obligațiunilor.
	Ecartul contractelor swap ale ratei euro/USD	Captează tensiunile pieței finanțării în dolari.
	Raportul credite/depozite	Evaluează modelul de finanțare al băncilor și identifică posibile vulnerabilități structurale: volatilitatea surselor de finanțare, riscul de lichiditate, riscul de necorelare a scadențelor între active și pasive, dificultățile în a atrage finanțare etc.
	Evoluția pasivelor instituțiilor de credit	
	Ponderele finanțării de la banca centrală în totalul pasivelor instituțiilor de credit	
	Lichiditatea din sistemul bancar față de volumul tranzacțiilor interbancare	

Categoriile de risc	Indicatorul	Semnalele extrase
	overnight	
	Profilul maturității elementelor de pasiv ale băncilor	Dinamica profilului maturității datoriilor, raportul între finanțarea pe termen scurt și finanțarea pe termen lung.
Riscul de piață	Indicatorul adversiunii globale la risc	Un sumar a cinci indicatori care exprimă aversiunea la risc a investitorilor.
	Indici bursieri	
	Prețul acțiunilor/valoarea veniturilor	Relația dintre valoarea de piață a companiei și profitabilitatea acesteia – supraevaluarea/subevaluarea pieței, posibilitatea de corecții abrupte la nivelul prețurilor.
	Volatilitatea implicită a ratelor dobânzilor pe termen scurt	Volatilitatea câștigului unui activ așteptată de către piață. Incertitudinea pieței cu privire la evoluția viitoare a prețurilor.
	Volatilitatea implicită a ratelor dobânzilor pe termen lung	
Volatilitatea implicită a ratei de schimb		
Riscul de profitabilitate și solvabilitate	Rentabilitatea capitalurilor	Profitabilitatea, capacitatea managementului de a genera venituri din investiția acționarilor.
	Raportul costuri/venituri	Evoluția costurilor administrative și fixe în relație cu veniturile.
	Raportul venituri nete din dobânzi/profit operațional	Capacitatea de a genera profit din activitatea clasică de intermediere.
	Rata fondurilor proprii de nivel 1 în funcție de riscul de credit	Nivelul de capitalizare al sistemului bancar, capacitatea de absorbție a șocurilor.
	Rata creditelor neperformante	Calitatea activelor, eventuale șocuri asupra profitabilității și solvabilității.
	Forma curbei randamentelor	Indicator al modificărilor așteptate la nivelul activității economice și la nivelul profitabilității viitoare a activității băncilor.

Sursa: Consiliul European de Risc Sistemic.

Sfera largă de acoperire a indicatorilor propuși de CERS reprezintă o recunoaștere a complexității fenomenului de stabilitate financiară și a influențelor pe care evoluțiile consemnate la nivelul diferitelor sectoare economice le exercită asupra menținerii acestei stări de echilibru. În acest sens, indicatorii vizează

ambele dimensiuni ale riscului sistemic, respectiv dimensiunea temporală și dimensiunea structurală. Totodată, indicatorii reflectă mandatul CERS și o serie de lecții oferite de către criza financiară actuală atât teoriei, cât și politicilor și aranjamentelor instituționale convenționale dedicate asigurării stabilității financiare.

Cauzele crizei financiare internaționale, precum și maniera de propagare a acesteia au remodelat teoria economică existentă și au redat strălucirea unor teorii pe care majoritatea economiștilor le-au considerat de mult apuse. Ignorarea teoriilor „*ipotezei instabilității*” și „*așteptărilor euforice*” ale lui Minsky, a relației biunivoce existente între expansiunea creditului și a prețurilor activelor descrise în dese rânduri de Kindleberger, precum și a teoriei „*deflației datoriiilor*” formulate de Fisher, care descrie evoluțiile economice odată ce ciclul de creștere a prețurilor activelor se inversează abrupt, a contribuit atât la magnitudinea dezechilibrelor acumulate pe faza ascendentă a ciclului economic, cât și la panta ajustărilor, odată ce dezechilibrele respective s-au materializat.

Totodată, pe lângă pleiada de indicatori propuși de diferitele instituții însărcinate cu salvagardarea stabilității financiare, reconfirmarea importanței acestor teorii impune re acordarea unei atenții deosebite analizei evoluțiilor monetare și de credit, întrucât furnizează informații valoroase referitoare la acumularea de dezechilibre financiare care implică o capacitate redusă a economiei de a absorbi potențialele revărsări bruște, fără a genera fluctuații ample la nivelul producției. Istoric, creșterile accelerate ale prețurilor activelor, ancorate de așteptările optimiste în ceea ce privește câștigurile viitoare de capital, care au coexistat cu expansiunea alertă a creditului, au fost urmate de crize financiare severe și de recesiuni economice adânci și lungi.

Toate aceste evoluții oglindesc necesitatea unei abordări macroprudențiale a analizei destinate identificării riscurilor la adresa stabilității financiare, care trebuie să vizeze interacțiunile dintre instituțiile financiare, piețe, infrastructura financiară și economia reală. O deteriorare a modului de funcționare a sistemului financiar conduce la evoluții neliniare la nivelul economiei reale, având în vedere relația causală bidirecțională între evoluțiile din sectorul financiar și economia reală.

Astfel, în lumina evenimentelor declanșate în urmă cu aproximativ cinci ani, a devenit cvasiacceptată ideea că stabilitatea financiară este un fenomen polimorf, cu multiple fațete și dimensiuni, care se poate pierde ușor, iar pierderea ei are implicații profunde la nivel economic și social.

Evaluarea semnalelor pe care le transmit acești indicatori diferă în funcție de existența sau de lipsa unor valori dezirabile în care acești indicatori trebuie să se încadreze. Deși pentru unii indicatori există anumite valori optime care sunt specificate în legislația care reglementează activitatea instituțiilor care fac obiectul monitorizării (un exemplu fiind pragul de 8% pentru raportul de solvabilitate), în cazul altora nu există astfel de valori de referință, iar evaluarea consideră, în principal, evoluția în timp a valorilor asociate acestor indicatori, precum și comparațiile între țări.

2.2. Cuantificarea impactului potențial asupra stabilității financiare

Alături de identificarea riscurilor, un rol important al oricărei evaluări destinate stabilității financiare constă în identificarea potențialelor efecte asupra sistemului financiar sub forma capacității de absorbție a șocurilor, în cazul materializării riscurilor identificate. Un instrument utilizat în prezent pe scară largă este testarea la stres, care se aplică principalelor sectoare ale economiei care ar putea afecta stabilitatea financiară.

Testele de stres se bazează pe modele econometrice de formă redusă, care sunt estimate utilizând serii de date istorice. Ele doresc să evalueze vulnerabilitățile sistemului financiar în fața unor evenimente excepționale, dar plauzibile⁵. Practica testării la stres a fost introdusă în numeroase bănci centrale, ca parte a Programului de evaluare a sectorului financiar (*Financial Sector Assessment Program*) condus de către Fondul Monetar Internațional și Banca Mondială, pentru a evalua potențialele efecte negative ale șocurilor din economia reală manifestate asupra stabilității sectorului financiar, oferind astfel decidenților de politică economică posibilitatea de a evalua sănătatea sistemului financiar. La nivel microeconomic, testele doresc să identifice sănătatea financiară a instituțiilor, având în vedere scenarii macroeconomice alternative.

Din considerente macroprudențiale, importanța testării la stres derivă din perspectiva macroeconomică anticipativă pe care o conferă acest instrument, din atenția pe care o acordă sistemului financiar ca întreg și diferitelor sectoare ale economiei, precum și din spectrul larg de scenarii care fac obiectul evaluării.

⁵ Martin Cihak (2004).

3. ROLUL POLITICILOR ECONOMICE ÎN ASIGURAREA STABILITĂȚII FINANCIARE

O lecție a crizei financiare care a debutat în anul 2007 a constat în absența unui cadru de politică economică adecvat pentru a identifica și adresa riscul sistemic, inclusiv modul în care diferitele politici economice, prin instrumentele de care dispun, trebuie să conlucreze în sensul acestui deziderat.

Odată cu identificarea riscurilor și evaluarea impactului potențial asupra stabilității financiare, în cazul materializării acestor riscuri, este necesară utilizarea politicilor adecvate și calibrarea instrumentelor pentru a preveni sau remedia vulnerabilitățile constatate. În acest sens, deși există instrumente circumscrise diferitelor politici economice, monetare, fiscale, microprudențiale care pot contribui direct sau indirect la asigurarea și menținerea stabilității financiare, nu există un consens statornicit legat de diviziunea muncii între aceste politici.

Capitolul tratează rolul politicii monetare și al politicii macroprudențiale în prevenirea instabilității financiare, respectiv conduita dezirabilă a acestor politici pe faza de acumulare a dezechilibrelor, și nu rolul care le revine acestor politici în gestionarea sau rezoluția unei situații de criză sau instabilitate financiară severă.

Deși lucrarea se limitează la analiza celor două politici, monetară și macroprudențială, trebuie subliniat că stabilitatea financiară, ca stare de echilibru, reprezintă efortul susținut și coordonat al tuturor politicilor economice, microprudențiale, macroprudențiale, monetare și fiscale. Oricare politică economică menționată nu poate suplini absența sau acțiunea în sens contrar a altei politici.

În acest sens, reglementarea și supravegherea adecvată a instituțiilor financiare individuale sunt precondiții pentru o politică macroprudențială efectivă și, totodată, politicile monetare și fiscale trebuie să adreseze distorsiunile și dezechilibrele macroeconomice.

3.1. Politica monetară

Una dintre cele mai aprige dispute care au caracterizat în ultimii ani atât mediul academic, cât și lumea băncilor centrale o reprezintă controversesele interminabile și nesoluționate legate de utilitatea intervenției politicii monetare în faza de acumulare a dezechilibrelor financiare și/sau de capacitatea băncii centrale de a asigura concomitent stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară.

Departee de a putea tranșa aici această problemă care guvernează o mare parte a dezbaterilor academicienilor și practicienilor în domeniu, voi încerca să trec în revistă și să analizez argumentele ambelor curente, pro și contra. Totodată, întrucât o analiză dedicată în totalitate acestui subiect este în afara

sferei de cuprindere a acestei lucrări, voi încerca ulterior să trasez rolul politicii monetare în asigurarea și menținerea stabilității financiare.

Într-o lume postcriză, încrederea în canoanele prevalente anterior s-a diminuat considerabil.

Apariția unui anumit grad consensual în legătură cu următoarele aspecte: i) stabilitatea prețurilor nu mai este percepută ca o condiție suficientă, ci doar necesară pentru asigurarea stabilității financiare, ii) menținerea unei conduite prea laxe a politicii monetare pentru o perioadă îndelungată afectează percepția și toleranța la risc, iii) consecințele rezolvării unei crize financiare sunt mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru corectarea dezechilibrelor într-o fază incipientă și iv) crizele financiare exercită o influență negativă semnificativă asupra activității economice pentru o perioadă îndelungată de timp a determinat o serie de autori să susțină includerea stabilității financiare în cadrul analizei cost-beneficiu a acțiunilor de politică monetară.

Cu alte cuvinte, deși politica monetară vizează ajustarea anticipativă a ratei dobânzii pentru a menține rata inflației în intervalul zonei de confort la nivelul unui orizont mediu de timp, considerentele de stabilitate financiară pot influența momentul și amploarea ajustărilor instrumentului principal.

Chiar și înainte de criză era acceptat faptul că majorările prețurilor activelor dincolo de factorii fundamentali conduc la decizii de investiții neadecvate care reduc eficiența economică¹. Mai mult, în cursul istoriei, revărsările abrupte ale prețurilor activelor au condus la recesiuni economice adânci și lungi, așa cum o serie de autori au documentat în lucrările lor.²

Cu toate acestea, era bine înrădăcinată ideea că prețurile activelor și dezechilibrele financiare în general erau relevante pentru politica monetară atât timp cât exercitau efecte previzibile asupra inflației și șomajului. Ca o consecință, politica monetară trebuia să intervină doar în situația materializării unei crize financiare.³

Susținătorii acestui curent postulau o serie de argumente justificative. Faptul că baloanele speculative sunt greu de identificat, că o ajustare a instrumentului de politică monetară este inefficientă în a restrânge creșterea prețurilor activelor într-un anumit sector al economiei și, totodată, va avea efecte negative asupra întregii activități economice, că o majorare a ratei dobânzii va crea confuzie asupra obiectivelor politicii monetare sau, în cel mai rău caz, va declanșa ea însăși o criză financiară a determinat decidenții de politică monetară să adopte o atitudine pasivă în fața exuberanței financiare.

¹ Dupor (2005).

² Charles Kindleberger și Robert Aliber (2011), Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff (2009).

³ O serie de economiști, majoritatea reprezentanți ai Băncii Reglementelor Internaționale, au dezavuat această abordare. Claudio Borio, Philip Lowe, Andrew Filardo și William White au susținut o intervenție timpurie a politicii monetare pe faza de acumulare a dezechilibrelor financiare.

Cu toate acestea, atât literatura de specialitate⁴, cât și precedentul istoric relevă faptul că severitatea crizelor financiare nu este rezultatul creșterilor prețurilor activelor în sine, ci al interacțiunii dintre majorările de prețuri și sectorul financiar, datorită expansiunii rapide a creditului care finanțează achiziția de active, sporind astfel câștigurile de capital așteptate.

Acest lucru se datorează dezechilibrelor care se acumulează pe faza ascendentă și care se reflectă în relaxarea standardelor de creditare, diminuarea primelor de risc, expansiunea accelerată a împrumuturilor acordate sectorului privat, creșterea efectului de levier pentru instituțiile financiare, necorelarea scadențelor între active și pasive, atât în cazul debitorilor, cât și al creditorilor⁵.

La un anumit moment în timp, colapsul prețurilor activelor declanșează un cerc vicios în care împrumuturile acordate nu mai pot fi rambursate, iar creditorii reduc oferta de credit și prețurile activelor își amplifică declinul. Pierderile asociate variațiilor ample ale prețurilor activelor erodează bilanțurile instituțiilor financiare și se repercutează asupra cheltuielilor totale din economie, afectând negativ activitatea economică și crescând riscul macroeconomic.

Având în vedere costurile redobândirii stabilității financiare după spargerea unui balon al activelor susținute de creșterea rapidă a împrumuturilor, o serie de autori susțin luarea în considerare a unei intervenții a autorităților pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor într-o fază incipientă a manifestării lor și reducerea asumării excesive de riscuri.⁶

Influența politicii monetare asupra condițiilor de creditare, a prețurilor activelor sau a randamentelor instrumentelor financiare nu poate fi pusă în discuție, acestea fiind principalele canale prin care ajustările la nivelul ratei dobânzii de politică monetară influențează cererea agregată. În acest sens, rolul politicii monetare în contracararea dezechilibrelor nu poate fi exclus de plan.

Un alt canal, relativ recent tratat de literatura economică, ce poate favoriza propagarea șocurilor și acumularea dezechilibrelor la nivelul piețelor financiare, este canalul aversiunii la risc (*risk taking channel*) asupra căruia politica monetară exercită o influență considerabilă.⁷ Acest canal funcționează în principal prin influențele pe care politica monetară le are asupra prețurilor activelor și, implicit, asupra valorii colateralului, asupra fluxurilor de venituri ale companiilor, precum și a comportamentului de căutare de randamente mai bune (*searching for yields*). Astfel, o politică monetară acomodativă pentru o perioadă îndelungată de timp influențează percepția riscului și sporește toleranța la risc a actorilor economici.

În acest sens, politica monetară trebuie să fie în permanență conștientă de stimulentele pe care le creează și să reducă eventuala contribuție pe care o poate

⁴ Charles Kindleberger și Robert Aliber (2011), Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff (2009), Frederick Mishkin (2011, 2012).

⁵ Frederick Mishkin (2012).

⁶ Otmar Issing (2011).

⁷ Claudio Borio și Haibin Zhu (2008.)

avea la crearea unei crize, o majorare preventivă a ratei dobânzii putând, în acest sens, să tempereze creșterea creditului și asumarea excesivă de riscuri.⁸

Totodată, un angajament explicit din partea politicii monetare va exercita o importantă funcție de semnal. Dacă autoritatea monetară se angajează în mod credibil să intervină pentru limitarea acumulării dezechilibrelor financiare, anticipațiile agenților economici vor deveni un mecanism autostabilizator, care va spori eficiența politicii monetare. Mai mult, anticipațiile că politica monetară va deveni mai restrictivă odată cu creșterea excesivă a riscurilor va reduce amploarea ajustărilor necesare la nivelul instrumentului de politică monetară pentru a obține efectul dorit.⁹

Cu toate acestea, chiar dacă viziunea mediană a unei posibile acțiuni preventive a început oarecum să se schimbe, intervenția politicii monetare pentru limitarea dezechilibrelor financiare rămâne controversată și dificil de implementat. Controversele sunt legate în special de momentul intervenției, de calibrarea instrumentului și de posibilele efecte colaterale.

Dintr-o altă perspectivă, utilizarea politicii monetare pentru a contracara creșterile prețurilor activelor și acumularea de riscuri sistemice constituie o violare a principiului lui Tinbergen, având în vedere că un singur instrument este utilizat pentru a atinge două obiective: i) stabilizarea activității economice și ii) stabilizarea sistemului financiar¹⁰. Pentru a facilita atingerea ambelor obiective, este preferabilă existența unor instrumente suplimentare, mai dedicate, care să acționeze cu mai multă precizie asupra sursei de risc sistemic. În acest sens, este vehiculată politica macroprudențială, despre care vom vorbi în următoarea secțiune.

Astfel, ca o subconcluzie, o politică monetară care are ca obiectiv principal stabilitatea prețurilor și care nu beneficiază de suportul altor politici economice se confruntă cu dificultăți majore în a limita dezechilibrele financiare, întrucât problematica stabilității financiare este mult mai largă decât simplul tratament al evoluției prețurilor activelor și se extinde asupra altor dezechilibre financiare asociate creșterii excesive a îndatorării, a efectului de levier, a deteriorării pozițiilor de lichiditate sau a echilibrelor externe.

Ca o reflectare a acestor aspecte, într-o lume postcriză în care multe certitudini și regularități au dispărut, consider că marea dezbatere legată de o eventuală intervenție pe faza de acumulare a dezechilibrelor este legată de alegerea celor mai dezirabile politici și instrumente, și nu de motivația unei asemenea intervenții.

⁸ Raghuram Rajan (2005).

⁹ Claudio Borio și William White (2009).

¹⁰ Stabilizarea sistemului financiar este în strânsă legătură cu stabilizarea activității economice, întrucât un sistem financiar instabil induce fluctuații la nivelul activității economice și îngreunează sarcina politicii monetare. Cu toate acestea, din perspectiva principiului lui Tinbergen, stabilizarea sistemului financiar apare ca un obiectiv separat de politică economică.

3.2. Politica macroprudențială

Recunoașterea necesității existenței unui cadru macroprudențial care să completeze celelalte politici în urmărirea obiectivului de stabilitate financiară a condus la eforturi substanțiale în majoritatea economiilor avansate pentru remodelarea și îmbunătățirea aranjamentelor instituționale dedicate gestionării riscului sistemic.

Noile organisme create sunt în curs de dezvoltare a unui cadru analitic și operațional pentru urmărirea mandatului macroprudențial, prin stabilirea indicatorilor necesari identificării și calibrării instrumentelor relevante, prin definitivarea arsenalului de instrumente care poate fi utilizat și prin alegerea obiectivelor intermediare ca specificații operaționale ale obiectivului final pe care doresc să îl atingă prin ajustarea instrumentelor disponibile¹¹.

Literatura de specialitate dedicată acestui subiect relevă faptul că spectrul instrumentelor este vast, în special ca urmare a necesității acordării unei atenții deosebite tuturor componentelor sistemului financiar și economiei reale. Totodată, analizele și comparațiile internaționale au încercat să analizeze eficiența relativă a diferitelor instrumente, prin experiența cu care diferite țări s-au confruntat în utilizarea lor.

Un studiu al FMI menționează faptul că, deși până în prezent economiile emergente au utilizat pe scară largă astfel de instrumente, ele nu au fost circumscrise unor obiective macroprudențiale concrete. În pofida acestui fapt, studiul concluzionează faptul că astfel de instrumente au fost eficiente în a reduce riscul sistemic și a tempera prociclicitatea sistemului financiar.¹² Cu toate acestea, extinderea comparabilității acestor concluzii în cazul economiilor avansate este lipsită de valabilitate, având în vedere diferențele semnificative în ceea ce privește structurile economice și financiare, lipsa experienței în utilizarea unor astfel de instrumente și în înțelegerea mecanismelor de transmisie și modul în care politica macroprudențială interacționează cu alte politici economice.

Noile instituții create după declanșarea crizei financiare¹³ clasifică instrumentele macroprudențiale destinate asigurării stabilității financiare, în general, în funcție de dimensiunea riscului sistemic pe care doresc să o adreseze, respectiv în funcție de distribuirea riscurilor în cadrul sistemului financiar și de evoluția acestora în timp.

¹¹ Sunt relevante în acest sens recomandările formulate de către Consiliul European de Risc Sistemic privind obiectivele intermediare și instrumentele politicii macroprudențiale.

¹² C. Lim și alții (2011).

¹³ Sunt considerate instituțiile sau structurile însărcinate cu supravegherea macroprudențială înființate în principalele economii avansate, respectiv Consiliul European de Risc Sistemic în zona euro, Comitetul de Stabilitate Financiară și Autoritatea de Reglementare Prudențială în Marea Britanie și Consiliul de Supraveghere a Stabilității Financiare în Statele Unite ale Americii.

În tabelul de mai jos este prezentată o listă neexhaustivă a instrumentelor macroprudențiale și a obiectivelor urmărite de către acestea. Instrumentele au fost alese în funcție de recomandările noilor organisme macroprudențiale în domeniu, de gradul în care au fost aplicate în diferite economii, precum și de eficiența lor, potrivit experiențelor economiilor care le-au utilizat¹⁴.

Tabelul 3

**Principalele instrumente macroprudențiale și obiectivele
circumscrise acestora**

Obiectivul	Instrumentul	Mecanismul de acțiune
Managementul riscului sistemic aferent dimensiunii temporale (reducerea prociclicității sistemului financiar, aplatizarea ciclului creditului)	Cerințe suplimentare de capital aplicate într-o manieră anticiclică	1. Sporește reziliența sistemului financiar la șocuri, generând o mai mare capacitate de absorbție a pierderilor potențiale. 2. Temperează ciclul creditării prin reducerea ofertei de credite și/sau majorarea costului creditelor.
	Cerințe de capital la nivel sectorial	1. Previne acumularea excesivă de riscuri într-un anumit sector al economiei, temperând expansiunea rapidă a creditării prin modificarea stimulentei și a prețurilor relative între sectoare. 2. Sporește reziliența sistemului financiar la șocuri, generând o mai mare capacitate de absorbție a pierderilor aferente evoluțiilor nefavorabile dintr-un anumit sector.
	Efectul de pârgăhie	1. Sporește reziliența sistemului financiar la șocuri, generând o mai mare capacitate de absorbție a pierderilor potențiale. 2. Temperează ciclul creditării prin reducerea ofertei de credite și/sau majorarea costului creditelor.
	Raportul împrumuturi/garanții și raportul serviciul datoriei/venit disponibil	1. Temperează ciclul creditării prin înăsprirea condițiilor de acordare a creditelor. 2. Sporesc reziliența sistemului financiar la șocuri prin reducerea probabilităților de nerambursare a

¹⁴Ultimele două criterii au fost stabilite ca urmare a studiului literaturii de specialitate relevante care tratează această problemă în economiile emergente, întrucât utilizarea și experiența economiilor avansate în ceea ce privește instrumentele macroprudențiale sunt extrem de limitate.

Obiectivul	Instrumentul	Mecanismul de acțiune
		împrumuturilor sau prin creșterea capacității de absorbție a pierderilor în caz de nerambursare a acestora.
	Rezerve sporite de lichiditate	1. Diminuarea necorelării excesive între maturitatea resurselor atrase și a activelor financiare. 2. Diminuarea vulnerabilităților asociate finanțării în monedă străină.
Managementul riscului sistemic aferent dimensiunii structurale (identificarea și adresarea expunerilor comune, a interdependențelor și a concentrării riscurilor)	Cerințe suplimentare de capital pentru expunerile mari	1. Sporește reziliența sistemului financiar la șocurile adverse aferente expunerilor individuale mari. 2. Diminuează probabilitatea de propagare a vulnerabilităților în cadrul sistemului financiar, reducând astfel riscul de contagiune.
	Cerințe suplimentare de capital pentru instituțiile financiare de importanță sistemică	1. Sporește reziliența instituțiilor financiare de importanță sistemică la șocuri adverse. 2. Diminuează probabilitatea de propagare a vulnerabilităților în cadrul sistemului financiar, reducând astfel riscul de contagiune.

Sursa: Autorul, în baza literaturii de specialitate.

Instrumente dedicate temperării riscului sistemic în dimensiunea temporală

Aceste instrumente sunt calibrate în funcție de evoluția riscului sistemic în timp, obiectivul principal constând în reducerea amplitudinii fluctuațiilor ciclului financiar.

Amortizorul anticiclic de capital

Amortizorul anticiclic de capital reprezintă un supliment de capital care are intenția de a spori rezistența sistemului bancar la pierderile potențiale atunci când expansiunea alertă a creditelor conduce la creșterea vulnerabilităților la nivelul întregului sistem bancar. Suplimentul de capital va fi ajustat în mod anticiclic, potrivit evoluției în timp a riscului sistemic generat de ciclul de creditare. În acest sens, amortizorul de capital va spori în perioadele în care se înregistrează o intensificare a riscurilor la nivelul întregului sistem bancar, majorând spațiul de acțiune atunci când riscurile se diminuează.

De asemenea, amortizorul anticiclic de capital contribuie, în mod indirect, la temperarea fazei ascendente a ciclului creditării, prin reducerea ofertei de credite sau/și prin majorarea costului creditelor. În primul caz, oferta de credite este afectată odată cu reducerea activelor, pentru a atinge nivelul dezirabil al ratei de acoperire a capitalului. Totodată, costul creditelor poate crește ca efect al unui

cost mai ridicat al capitalului pe care instituția îl transferă clienților prin intermediul majorării ecarturilor dintre rata dobânzii active și rata dobânzii pasive.

În mod similar, eliberarea acestor rezerve de capital odată cu apariția inflexiunii ciclului creditării previne dezintermedierea accelerată din partea instituțiilor de credit, datorată procesului de ajustare bilanțieră.

Ajustarea acestui instrument se poate face în funcție de un prag cantitativ care reflectă deviația intermedierei financiare de la trend, intermedierea financiară fiind măsurată prin intermediul ponderii creditului în PIB.

Cerințele de capital la nivel sectorial

Cerințele agregate de capital pot constitui un instrument inadecvat pentru a adresa acumularea excesivă de riscuri într-un sector aparte. În această situație, cerințele de capital la nivel sectorial pot avea o mai mare precizie, solicitând băncilor să dețină un nivel suplimentar de capital, dincolo de cerințele microprudențiale reglementate pentru expunerile aferente unui anumit sector. Spre exemplu, în condițiile majorării riscului de credit datorat expunerilor sectorului bancar asociate sectorului imobiliar, autoritatea macroprudențială poate suplimenta cerințele de capital aferente acestor expuneri, care pot viza fluxurile noi de credite acordate, fie întreg stocul de credite, fie ambele.

Deși, la nivel conceptual, mecanismul de transmisie este asemănător instrumentului prezentat anterior, majorarea cerințelor de capital pentru un anumit sector determină modificări la nivelul prețurilor relative și, pe cale de consecință, poate conduce la o realocare a fluxurilor de credit către un alt sector, împreună cu reducerea expunerii pentru sectorul în cauză.

Indicatorul de semnal în acest sens poate fi reprezentat de distribuția creditului la nivelul diferitelor sectoare ale economiei, complementat prin volumul creditelor imobiliare sau evoluția prețurilor în sectorul imobiliar.

Efectul de pârghe

Până de curând, principalul determinant al mărimii cerințelor de capital a fost riscul perceput al activelor bancare. Recentă criză financiară a ridicat o serie de semne de întrebare referitoare la această abordare, având în vedere faptul că cerințele de capital ponderate la risc s-au dovedit un prezicător cu eficiență scăzută a stresului financiar, contribuind totodată la o bază de capital insuficientă pentru a absorbi pierderile înregistrate de instituțiile financiare și conducând la nevoia de recapitalizare prin fonduri publice. Această problemă s-a aflat în strânsă legătură cu modelele interne utilizate de bănci pentru a determina poziția activelor ponderate la risc¹⁵.

Astfel, a fost introdusă o măsură suplimentară, caracterizată de simplitate și transparență, dedicată aplatizării ciclului creditării și reducerii riscului sistemic, definită ca pondere a capitalului unei bănci în totalul activelor neajustate la risc.

¹⁵ Banca Angliei (2011).

Acțiunea efectului de levier asupra comportamentului băncilor este asemănătoare cerințelor de capital ponderate la risc, acționând asupra creditelor acordate sectorului privat atât prin efectul de preț, cât și prin efectul de volum. O creștere a restrictivității acestui indicator determină băncile să-și majoreze capitalul, să nu distribuie profitul sau să reducă activele pentru a satisface cerințele mai ridicate de capital.

Raportul împrumuturi/garanții și raportul serviciul datoriei/venituri

Aceste cerințe vizează temperarea amplitudinii fluctuațiilor ciclului de creditare și, totodată, sporirea rezistenței la șocuri a instituțiilor financiare. Prima cerință reprezintă o limită a valorii împrumutului acordat în raport cu garanția, în timp ce a doua cerință reprezintă o limită a costurilor aferente serviciului datoriei în raport cu venitul disponibil, ambele de natură să exercite efecte inhibitoare asupra volumului creditului acordat. Totodată, limitele mai scăzute ale celor două cerințe sporesc rezistența la șocuri a sistemului bancar, prin reducerea probabilităților de nerambursare sau printr-o capacitate sporită de absorbție a pierderilor în caz de nerambursare.

Rezerve de lichiditate

O altă sursă a riscului sistemic în dimensiunea temporală o constituie necorelarea excesivă între scadențele resurselor atrase și activele financiare. Aceste necorelări determină riscuri sistemice de lichiditate, prin creșterea probabilității retragerilor accelerate la nivelul pasivelor și/sau prin lipsa reînnoirii liniilor de finanțare, prin majorarea preferinței pentru lichiditate a instituțiilor financiare și a posibilității vânzării de active în pierdere. Rezervele anticiclice de lichiditate adresează aceste riscuri, prin reducerea necorelării excesive a scadențelor și a riscului de finanțare, sporind astfel rezistența instituțiilor financiare la eventualele puseuri de lichiditate. Totodată, contribuie la moderarea ciclului creditării, prin reglarea lichidității disponibile atât pe faza ascendentă, cât și pe faza descendentă a ciclului financiar.

Instituțiile financiare îndeplinesc aceste cerințe sporite de lichiditate, majorând profilul scadențelor finanțării și investind în active cu un grad ridicat de lichiditate.

În scopul acestor deziderate, au fost propuși doi indicatori¹⁶, respectiv *rata de acoperire cu lichiditate* (ponderea activelor cu lichiditate superioară în totalul ieșirilor nete de numerar în următoarele 30 de zile), care măsoară capacitatea instituțiilor financiare de a absorbi tensiunile de lichiditate aferente unei perioade predefinite, și *indicatorul de finanțare netă stabilă* (ponderea volumului disponibil de finanțare stabilă în necesarul de finanțare stabilă), care are drept scop stabilirea unei limite inferioare a volumului de finanțare pe termen lung în schimbul unor active cu o lichiditate mai redusă.

¹⁶ *Comitetul Basel de Supraveghere Bancară.*

De asemenea, având în vedere riscurile asociate necorelării pe monede a activelor și pasivelor și vulnerabilitățile asociate volatilității sporite a finanțării în monedă străină, o serie de economii au impus cerințe mai stricte privind constituirea rezervelor minime obligatorii în monedă străină pentru instituțiile financiare sau limite ale raportului credite/depozite.

Instrumente dedicate reducerii riscului sistemic în dimensiunea structurală

Instrumentele circumscrise acestui obiectiv vizează sporirea rezilienței instituțiilor financiare de importanță sistemică la șocuri adverse, contribuind la diminuarea potențialelor efecte de propagare ale acestora în cadrul rețelei neuronale a sistemului financiar. Totodată, vizează interconexiunile între instituțiile financiare de importanță sistemică, reducând riscurile aferente expunerilor individuale.

Instrumentele potențiale constau în cerințe suplimentare de capital pentru instituțiile financiare de importanță sistemică globală sau la nivel național sau cerințe suplimentare pentru a atenua riscul sistemic neciclic pe termen lung. În cel de-al doilea caz, cerințele suplimentare de capital pot fi impuse atât asupra expunerilor naționale, cât și a celor internaționale.

De asemenea, majoritatea instrumentelor dedicate temperării amplitudinii fluctuațiilor ciclului financiar pot fi utilizate și în scopul atenuării riscului sistemic în dimensiunea structurală.

Prin stabilirea unor praguri constante ale instrumentelor circumscrise dimensiunii temporale a riscului sistemic, rezervele de lichiditate, efectul de levier, cerințele suplimentare de capital impuse la nivel sectorial sporesc reziliența instituțiilor financiare de importanță sistemică la șocuri adverse, diminuează efectele de propagare a vulnerabilităților în cadrul rețelei neuronale a sistemului financiar și previn astfel riscul de contagiune.

Într-o lume postcriză, a devenit cvasiacceptată ideea că instrumentele macroprudențiale au devenit un instrument important în arsenalul decidenților de politică economică, importanță reflectată și în înființarea noilor organisme însărcinate cu supravegherea macroprudențială la nivelul majorității economiilor avansate. Totodată, existența unui spectru cât mai larg de instrumente circumscrise acestei politici sporește eficiența decidenților de politică macroprudențială în adresarea unei palete cât mai largi de surse ale riscului sistemic.

În pofida acestor progrese evidente, rămân o serie de incertitudini cu privire la utilizarea în practică a instrumentelor macroprudențiale, la efectul lor asupra sistemului financiar și a economiei reale, la modul în care interacționează cu alte politici, în special cu politica monetară. Aceste lucruri se datorează în principal experienței practice reduse în utilizarea politicilor macroprudențiale, în special în economiile avansate.

CONCLUZII

Actuala criză financiară a condus la o remodelare a aranjamentelor destinate asigurării stabilității financiare și a rolului dezirabil al diferitelor politici economice în prezervarea acesteia.

În pofida creșterii interesului decidenților de politică economică în domeniul stabilității financiare, în prezent, nu există o definiție clară sau un mod de cuantificare unanim acceptat al acestui concept. Astfel, în comparație cu stabilitatea prețurilor, stabilitatea financiară este un concept eluziv, care reflectă multitudinea interacțiunilor și interdependențelor dintre diferitele sectoare ale sistemului financiar, precum și dintre sistemul financiar și economia reală.

Având în vedere aceste considerente, lucrarea a dorit să contribuie la demersurile întreprinse de către o serie de economiști în direcția formulării unei definiții cât mai robuste a stabilității financiare și a identificării unor indicatori care să ofere semnale consistente în vederea monitorizării și evaluării vulnerabilităților în faza de acumulare. Totodată, lucrarea a analizat rolul politicilor macroprudențiale și monetare, având în vedere instrumentele circumscrise acestora în prezervarea stabilității financiare.

De-a lungul timpului, au existat modificări continue ale modului de înțelegere și definire a conceptului de stabilitate financiară, în principal, ca urmare a dezvoltării piețelor și produselor financiare și a provocărilor cu care decidenții de politică economică s-au confruntat.

În trecut, stabilitatea financiară a fost definită, în termeni generici, ca absență a volatilității excesive a prețurilor pieței financiare și a crizelor bancare, dar, în timp, s-a dovedit că această abordare este retroactivă și conduce la ignorarea perioadelor de acumulare a dezechilibrelor și a potențialului de risc asociat acestora. Totodată, deși acest mod de definire poate să confere mai multă claritate conceptului, el nu surprinde natura multidimensională a fenomenului, datorată complexității și interdependențelor existente în cadrul sistemului financiar, dar și între sistemul financiar și economia reală.

Explorând diferitele modalități de definire a stabilității financiare prezentate de literatura de specialitate, în timp, diversitatea acestora s-a redus treptat, ceea ce a condus la un anumit grad consensual.

În acest sens, stabilitatea financiară este definită în relație cu i) capacitatea instituțiilor financiare de a îndeplini funcțiile de bază – intermediere, asigurarea serviciilor de plăți, managementul riscului, ii) posibilitatea de susținere a unui nivel ridicat de încredere în capacitatea lor de a-și îndeplini obligațiile contractuale, iii) capacitatea de a rezista la șocuri fără asistență externă, iv) capacitatea de susținere a unui nivel adecvat al activității economice.

Determinanții și modul de propagare a crizei financiare actuale au conferit o altă dimensiune stabilității financiare, având în vedere deficiențele în identificarea

ex-ante a riscului sistemic de către instituțiile abilitate. În consecință, aceste evoluții au impus necesitatea unei orientări macroprudențiale a stabilității financiare, prin luarea în considerare a interconexiunilor dintre instituții, piețe financiare și economia reală.

Lucrarea a definit stabilitatea financiară ca o condiție de echilibru în care sistemul financiar: i) gestionează riscul sistemic fără a-l canaliza către alți participanți sau către economia reală, ii) facilitează într-un mod eficient alocarea intertemporală a economisirilor către oportunitățile de investiții, iii) poate să identifice, să evalueze și să gestioneze riscurile exogene și endogene într-o manieră anticipativă.

Alături de formularea unei definiții de lucru a stabilității financiare, stabilirea unor instrumente destinate identificării și monitorizării riscurilor, precum și evaluarea impactului potențial al acestora constituie elemente necesare pentru conceperea unui cadru operațional articulat, destinat asigurării stabilității financiare.

Cu toate acestea, decidenții de politică economică întâmpină cel puțin două dificultăți în procesul de evaluare a stabilității financiare: i) creșterea complexității și a interdependențelor la nivelul sistemului financiar asociate inovațiilor financiare și fenomenului de globalizare și integrare a piețelor și ii) lipsa existenței unui cadru analitic pentru evaluarea stabilității financiare asemănător celui folosit în cazul stabilității prețurilor.

Indicatorii și metodele utilizate pentru identificarea și monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare pot să difere de la caz la caz, având în vedere particularitățile structurilor economice și financiare și importanța relativă a instituțiilor și piețelor financiare în finanțarea economiei.

O soluție utilizată în prezent constă în folosirea unui mix de indicatori în baza cărora decidenții de politică economică identifică potențialele riscuri la adresa stabilității financiare, indicatori care sunt reevaluați periodic, având în vedere natura evolutivă a riscurilor pe care trebuie să le identifice. Un exemplu în acest sens îl constituie indicatorii de stabilitate financiară (*Financial Soundness Indicators*) dezvoltați de către Fondul Monetar Internațional. Acești indicatori vizează atât instituțiile, piețele și infrastructura financiară, cât și sectorul real și sectorul guvernamental, în calitate de debitori principali ai instituțiilor financiare, tratând astfel stabilitatea financiară în principal ca un fenomen sistemic. Un alt exemplu este tabloul de risc publicat relativ recent de către Consiliul European de Risc Sistemic, care cuprinde un set de indicatori destinat identificării și măsurării riscului sistemic.

Alături de identificarea riscurilor, un rol important al oricărei evaluări destinate stabilității financiare constă în identificarea potențialelor efecte asupra sistemului financiar, sub forma capacității de absorbție a șocurilor, în cazul materializării riscurilor identificate. Un instrument utilizat în prezent pe scară largă este testarea la stres, care dorește să evalueze vulnerabilitățile sistemului financiar în fața unor evenimente excepționale, dar plauzibile.

O lecție a crizei financiare care a debutat în anul 2007 a constatat în absența unui cadru de politică economică adecvat pentru a identifica și adresa riscul sistemic, inclusiv modul în care diferitele politici economice, prin instrumentele de care dispun, trebuie să conlucreze în sensul acestui deziderat. În acest sens, deși există instrumente circumscrise diferitelor politici economice, monetare, fiscale, macroprudențiale, care pot contribui direct sau indirect la asigurarea și menținerea stabilității financiare, nu există un consens statornic legat de diviziunea muncii între aceste politici.

În dorința de a contribui la clarificarea acestor aspecte, ultima parte a lucrării tratează rolul politicii monetare și al politicii macroprudențiale în prevenirea instabilității financiare, respectiv conduita dezirabilă a acestor politici pe faza de acumulare a dezechilibrelor, și nu rolul care le revine în gestionarea sau rezoluția unei situații de criză sau instabilitate financiară severă.

Deși analiza s-a limitat la rolul politicii monetare și macroprudențiale, a fost subliniat faptul că stabilitatea financiară, ca stare de echilibru, reprezintă efortul susținut și coordonat al tuturor politicilor economice, microprudențiale, macroprudențiale, monetare și fiscale. Oricare politică economică menționată nu poate suplini absența sau acțiunea în sens contrar a altei politici.

Astfel, reglementarea și supravegherea adecvată a instituțiilor financiare individuale sunt precondiții pentru o politică macroprudențială efectivă și, totodată, politicile monetare și fiscale trebuie să adreseze distorsiunile și dezechilibrele macroeconomice.

Apariția unui anumit grad consensual în legătură cu următoarele aspecte: i) stabilitatea prețurilor nu mai este percepută ca o condiție suficientă, ci doar necesară pentru asigurarea stabilității financiare, ii) menținerea unei conduite prea laxe a politicii monetare pentru o perioadă îndelungată afectează percepția și toleranța la risc, iii) consecințele rezolvării unei crize financiare sunt mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru corectarea dezechilibrelor într-o fază incipientă și iv) crizele financiare exercită o influență negativă semnificativă asupra activității economice pentru o perioadă îndelungată de timp a determinat o serie de autori să susțină includerea stabilității financiare în cadrul analizei cost-beneficiu a acțiunilor de politică monetară.

Totodată, având în vedere faptul că influența politicii monetare asupra condițiilor de creditare, a prețurilor activelor sau a randamentelor instrumentelor financiare nu poate fi pusă în discuție, acestea fiind principalele canale prin care ajustările la nivelul ratei dobânzii de politică monetară influențează cererea agregată, rolul politicii monetare în contracararea dezechilibrelor nu poate fi exclus de plano.

Cu alte cuvinte, deși politica monetară vizează ajustarea anticipativă a ratei dobânzii pentru a menține rata inflației în intervalul zonei de confort la nivelul unui orizont mediu de timp, considerentele de stabilitate financiară pot influența momentul și amploarea ajustărilor instrumentului principal.

Cu toate acestea, chiar dacă viziunea mediană a unei posibile acțiuni a politicii monetare pe faza de acumulare a dezechilibrelor a început oarecum să se

schimbe, intervenția politicii monetare rămâne controversată și dificil de implementat. Controversele sunt legate în special de momentul intervenției, de calibrarea instrumentului și de posibilele efecte colaterale.

Având în vedere aceste considerente, este preferabilă identificarea unor instrumente suplimentare dedicate, care să acționeze cu mai multă precizie asupra sursei de risc sistemic. În acest sens, este vehiculată politica macroprudențială.

Noile organisme create după declanșarea crizei financiare internaționale sunt în curs de definitivare a unui cadru analitic și operațional pentru urmărirea mandatului macroprudențial, prin stabilirea indicatorilor necesari, prin stabilirea arsenalului de instrumente, precum și prin alegerea obiectivelor intermediare ca specificații operaționale ale obiectivului final pe care doresc să îl atingă prin ajustarea instrumentelor disponibile.

Instrumentele macroprudențiale destinate asigurării stabilității financiare sunt clasificate în general în funcție de dimensiunea riscului sistemic pe care doresc să îl adreseze, respectiv în funcție de distribuirea riscurilor în cadrul sistemului financiar și de evoluția acestora în timp.

Variația anticiclică a cerințelor de capital la nivel agregat sau sectorial, a efectului de levier, a raportului împrumuturi/garanții sau serviciul datoriei/garanții constituie exemple de instrumente macroprudențiale care vizează evoluția riscului sistemic în timp, obiectivul lor principal constând în reducerea amplitudinii fluctuațiilor ciclului financiar. Totodată, cerințele suplimentare de capital impuse instituțiilor financiare de importanță sistemică sau pentru a atenua riscul sistemic neciclic pe termen lung vizează dimensiunea structurală a riscului sistemic, obiectivul principal constând în sporirea rezilienței instituțiilor financiare de importanță sistemică și reducerea riscului de contagiune.

Ca o reflectare a tuturor acestor aspecte, într-o lume postcriză în care multe certitudini și regularități au dispărut, lucrarea consideră că rolul stabilității financiare a crescut în importanță, iar dezbaterile legate de o eventuală intervenție pe faza de acumulare a dezechilibrelor pentru prezervarea acesteia este legată de alegerea celor mai dezirabile politici și instrumente, și nu de motivația unei asemenea intervenții.

BIBLIOGRAFIE

1. Allen, W.; Wood, G. *Defining and achieving financial stability*, Cass Business School, Special Paper, No. 160, 2005.
2. Anatolyevana, V.; Ramilevna, L. *Financial stability concept: main characteristics and tools*, Volgograd State Technical University, Russia, 2013.
3. Bank for International Settlements *The policy implications of the transmission channels between the financial system and the real economy*, Basel Committee on Banking Supervision, WP, No. 20, 2012.
4. Bank for International Settlements *Central bank governance and financial stability*, report by a Study Group, 2011.
5. Bank for International Settlements *The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature*, Basel Committee on Banking Supervision, WP, No.18, 2011.
6. Bank for International Settlements *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Committee on the Global Financial System, 2010.
7. Bank of England *Instruments of macroprudential policy*, Discussion Paper, 2011.
8. Bank of England *The role of macroprudential policy*, Discussion Paper, 2009.
9. Bordo, M.; Wheelock, D. *Price stability and financial stability: the historical record*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1998.
10. Borio, C. *Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward*, BIS WP, No. 354, 2011.
11. Borio, C.; Drehman, M. *Towards an operational framework for financial stability: „fuzzy” measurement and its consequences*, BIS WP, No. 284, 2009.
12. Bundesbank *Financial Stability Review*, 2006.
13. Cihák, M. *How do central banks write on financial stability?*, IMF WP, No. 163, 2006.
14. Crockett, A. *The theory and practice of financial stability*, in *Essays in international finance*, 1997.
15. Danthine, J. *Taming the financial cycle*, 30th SUERF Colloquium, Zurich, September 2012.
16. Davies, H.; Green, D. *Banking on the Future: The Fall and Rise of Central Banking*, Princeton University Press, 2010.
17. Donath, L.; Cismas, L. *Determinant of financial stability*, in *The Romanian Economic Journal*, No. 29, 2008.
18. Duisenberg, W. *Europe’s contribution to the stability of financial markets*, in *EconStore*, 2001.
19. European System Risk Board *Recomandarea CERS privind obiectivele intermediare și instrumentele politicii macroprudențiale*, 2013.
29. European System Risk Board *Raport anual 2012*
21. European System Risk Board *European System Risk Board, Risk Dashboard*, 2013.

-
22. Ferguson, R. *Should financial stability be an explicit central bank objective?* IMF Conference, 2002.
23. Gadanez, B.; Jayaram, K. *Measures of financial stability*, BIS Bulletin, No. 31.
24. Gersl, A.; Hermanek, J. *Financial stability indicators: advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability*, Czech National Bank, in *Financial Stability Review*, 2006.
25. Golzález-Páramo, J. *Progress towards a framework for financial stability assessment*, Speech at OECD World Forum on Statistics, Knowledge and Policy, 2007.
26. International Monetary Fund *Financial Soundness Indicators, Concepts and Definitions*.
27. Isărescu, M. *Macroprudențialitatea. Reglementarea, crizele financiare și politica monetară*, Universitatea Româno-Americană, București, iunie 2011.
28. Issing, O. *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?* IMF WP, April 2011.
29. Kawai, M.; Morgan, P. *Central banking for financial stability in Asia*, Asian Development Bank Institute, WP, No. 377, 2012.
30. Kindleberger, C.; Aliber, R. *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*, Sixth Edition, Palgrave Macmillan, 2011.
31. Lim, C. *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?* WP, No. 238, 2011.
32. Mijatovic, M. *Financial stability in open markets economy: holistic approach in economic policy*, in *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013.
33. Mishkin, F. *Central banking after the crisis*, NBER, 2012.
34. Mishkin, F. *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*, Sixth ECB Central Banking Conference, 2011.
35. Padoa-Schioppa, T. *Central banks and financial stability: exploring the land between them*, second ECB Central Banking Conference, 2003.
36. Rajan, R. *Has Financial Development Made the World Riskier?* Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2005.
37. Reddy, V. *Financial sector reform and financial stability*, Reserve Bank of India, 2006.
38. Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S. *This Time Is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.
39. Rosengren, E. *Defining financial stability, and some policy implications of applying the definition*, Federal Reserve Bank of Boston, 2011.
40. Schinasi, G. *Defining financial stability*, IMF WP, No. 187, 2004.
41. Spicka, P. *Financial stability issues at central banks. The approach of the Deutsche Bundesbank*, Bundesbank WP, 2009.
42. Van den End, J.W. *Indicator and boundaries of financial stability*, DNB WP, No. 97, 2006.

Codul seriei



Codul volumului

