



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

Vol. 104

Colectia  
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

*Seria*  
***Studii și  
cercetări  
economice***

**LECȚIILE  
CRIZEI FINANCIARE  
DIN 2008-2009**

Gabriela-Otilia LĂȚEA

ISBN 978 - 973 - 159 - 164 - 3



Centrul de Informare și Documentare Economică



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

# **LECȚIILE CRIZEI FINANCIARE DIN 2008-2009**

Gabriela-Otilia LĂȚEA



Centrul de Informare și Documentare Economică

---

---

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

---

Redactor: ADELINA BIGICA  
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDA  
CIDE/STUDII/PROBLEME: Stud-GabrielaLețea-Lectiile\_104.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: 978-973-159-164-3

## Cuprins

Introducere .....	5
Capitolul 1. LECȚII ESENȚIALE ALE CRIZEI FINANCIARE DIN 2008-2009 .....	6
Capitolul 2. REACȚIA LA CRIZĂ A BĂNCII CENTRALE EUROPENE (BCE) .....	12
Capitolul 3. ABORDĂRI ALE BNR PENTRU CONTRACARAREA EFECTELOR CRIZEI DIN 2008-2009 .....	15
Concluzii .....	22
Bibliografie .....	25



## Introducere

Începând cu anii '80, economia globală a trecut printr-o perioadă ale cărei caracteristici esențiale ar fi: trendul de scădere a inflației pe termen lung, o mai mare stabilitate macroeconomică și încrederea sporită în politicile monetare și fiscale, ceea ce a fost de natură să încurajeze expectația de reducere a inflației nominale și a dobânzilor ajustate la inflație. În plus, randamentul real al obligațiunilor guvernamentale a început să scadă, astfel că mulți investitori au început să se reorienteze către alte plasamente, purtătoare de câștiguri mai mari, dar deopotrivă și de riscuri superioare. Simultan, țări precum China au acumulat treptat rezerve valutare substanțiale ce au fost investite îndeosebi în titluri ale instituțiilor financiare din Statele Unite ale Americii, Europa și Asia, fiind apoi „împachetate” și îndreptate spre *hedge funds* sau spre alte instrumente la nivel mondial. În contrapartidă, a sporit interesul firmelor și al populației de a cheltui din ce în ce mai mult și implicit de a se împrumuta pentru a-și putea satisface această nevoie.

Rezultatul acestor dezvoltări și evenimente a fost o lungă perioadă (2003-2008) de creștere sustenabilă, cu o inflație scăzută și cu dobânzi mici pe termen lung. Odată cu începerea semnalelor și efectelor noii crize mondiale, lumea a intrat pe un trend invers, caracterizat printr-un climat ostil.<sup>1</sup> Evident, creșterea economică a fost cea mai afectată. Guvernele tuturor țărilor afectate au demarat implementarea unor reforme structurale pe termen scurt și mediu pentru a contracara efectele, uneori dramatice, ale crizei, dar și pentru a limita posibilitățile de producere în viitor a unei alte asemenea crize sistemice.

Studiul de față și-a propus să sintetizeze în cadrul primului capitol lecțiile crizei financiare (perioada 2008-2009) plecând de la identificarea și înțelegerea contextului economico-financiar internațional și a cauzelor generatoare ale crizei, care s-au dovedit deosebit de complexe și eterogene, având origini diferite, la nivel micro sau macro prudențial și particularități aparte în funcție de specificul fiecărei economii. Modul de manifestare a crizei a depins de starea echilibrelor macroeconomice la momentul propagării ei într-o țară sau alta, adică de vulnerabilitățile fiecărei economii în parte și de forța ei de reacție în fața efectelor adverse pe care criza le-a indus. În consecință, în capitolele doi și trei am tratat distinct reacția la criză a Băncii Centrale Europene, respectiv cea a Băncii Naționale a României.

---

<sup>1</sup> Nicolae Dănilă – articol publicat în *Economistul nr.5/2011, 21 februarie: „Globalizarea crizei sau criza globalizării”*.

# Capitolul 1

## LECȚII ESENȚIALE ALE CRIZEI FINANCIARE DIN 2008-2009

Criza financiară mondială a început în luna iulie 2007, moment când pierderea încrederii investitorilor americani în ipotecarea securitizată a condus la o criză de lichidități ce a determinat o injectare substanțială de capital în piețele financiare din partea Rezervei Federale americane, a Băncii Angliei și a Băncii Centrale Europene. Indicele TED spread (ce descrie riscul de creditare perceput în economia generală) a crescut în luna iulie a anului 2007, a oscilat vreme de un an și apoi a crescut din nou în septembrie 2008, atingând valoarea record de 4,65 la sută în octombrie 2008. Criza s-a agravat în 2008, întrucât bursele de valori din lume s-au prăbușit sau au intrat într-o perioadă de instabilitate acută. Un număr mare de bănci, creditori și companii de asigurare au dat faliment. În 2008, acțiunile oferite pe piețele internaționale și-au pierdut între 20 și 70 la sută din valoarea avută în 2006 și 2007.

Având în vedere experiența actualei crize financiare, academicianul Mugur Isărescu vorbea despre câteva lecții ce trebuie însușite și avute în vedere în viitor în dimensionarea și conturarea acțiunilor economico-financiare individuale, la nivelul fiecărei țări, dar mai ales globale, la nivelul economiei și sistemului financiar mondial:

1. Un nivel scăzut al inflației s-a dovedit a nu fi o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare pe termen lung

Experiențele anterioare păreau să confirme viziunea că inflația era principala sursă de instabilitate financiară. Aceasta pentru că, de obicei, perioadele cu inflație ridicată au fost și cele caracterizate prin instabilitate financiară severă și crize la nivelul sectorului bancar sau au fost urmate de recesiune în urma adoptării de către autorități a unor măsuri inadecvate de temperare a inflației.

Criza financiară mondială actuală a apărut însă după aproape două decenii de inflație relativ scăzută și stabilă. O serie de factori au făcut ca inflația scăzută să coexiste cu lichiditatea abundantă. Aceasta din urmă și suprasaturarea cu economii au menținut ratele dobânzii și volatilitatea la niveluri joase. Toate acestea au condus în cele din urmă la crearea unei texturi financiare noi, în care modelul de intermediere bancară s-a schimbat de la "originate and hold" la „originate and distribute”. Noile produse și instituții care au modificat materialul din care era făcut până acum sistemul financiar au dus în cele din urmă la apariția crizei financiare actuale.

Această criză a fost declanșată de fapt de criza subprime din SUA, care, la rândul ei, a apărut din cauza faptului că banca centrală a Statelor Unite ale

Americii a fost nevoită să crească ratele dobânzii pentru a apăra inflația. Dar, în contextul existenței unei noi texturi economice, creșterea ratelor dobânzii a fost de natură să genereze o mare criză financiară.

Concluzia care poate fi desprinsă este aceea că lichiditatea abundantă a schimbat sistemul financiar până în punctul în care politica monetară a fost atrasă în capcana propriilor măsuri. Inacțiunea pe de o parte, ar fi dus la creșterea inflației, iar acțiunea, pe de altă parte, a generat instabilitate financiară. Dacă reglementarea și supravegherea ar fi prevenit acumularea excesivă a riscurilor de către investitori, creșterea ratelor dobânzii nu ar fi putut duce la apariția instabilității financiare. Aceste evoluții arată că politica monetară împreună cu reglementarea și supravegherea trebuie permanent să conlucreze eficient, ceea ce nu s-a întâmplat în anii premergători crizei în unele importante economii ale lumii, politica monetară fiind uneori mult prea relaxată, inclusiv în raport cu sistemul de reglementare și supraveghere existent.

2. Periodic, cadrul de reglementare și de supraveghere tinde să rămână în urma evoluției piețelor

Agenții economici sunt într-o permanentă competiție pentru a satisface nevoi reale ale economiei, ceea ce creează condiții favorabile ca piețele să evolueze neîncetat prin inovație pentru a putea crește astfel eficiența cu care nevoile sunt satisfăcute. Chiar dacă se pun bariere administrative, piețele tot găsesc soluții pentru a satisface cererea. Un exemplu clar ar fi atunci când BNR a încercat să reducă ritmul frenetic de creștere a creditării în valută. S-au utilizat bariere administrative a căror eficacitate a fost limitată și s-a constatat că aveau efecte secundare mai mari decât beneficiile. Din acest motiv s-a renunțat la ele relativ rapid.

Acest proces de inovare poate fi atât de dinamic și de sofisticat încât cei care reglementează sau supraveghează piețele pot fi puși în dificultate, fiind o mare provocare pentru ei să țină pasul cu inovațiile pieței. Experiența crizei din 2008-2009 arată că este absolut necesar a se găsi un echilibru între necesitatea de perfecționare a structurilor de reglementare și supraveghere și a cadrului legal după care acestea acționează, pe de o parte și nevoia imperativă de a stimula permanent competiția și inițiativa constructivă a agenților economici, pe de altă parte.

3. Criza financiară a arătat că din Uniunea Europeană (UE) lipsesc unele instituții

Acest lucru reiese din Raportul de Larosiere, unde, în capitolul dedicat măsurilor reparatorii în domeniul supravegherii financiare din UE s-a propus o reformă structurală care să aibă în vedere două domenii: supravegherea macroprudențială și supravegherea microprudențială. Potrivit aceluiași raport a fost considerată justificată înființarea Consiliului European de Risc Sistemic (CERS), acesta trebuind să colecteze informații despre riscurile și vulnerabilitățile macroprudențiale din toate sectoarele financiare din UE, să emită avertizări despre riscuri și să adopte recomandări de politică economică.



O altă instituție propusă de Raportul de Larosiere a fost Sistemul European al Supravegherii Financiare, în cadrul căruia comitetele de nivel 3 (CEBS, CEIOPS, CESR) urmau să fie transferate în trei noi autorități europene: Autoritatea Europeană Bancară, Autoritatea Europeană a Valorilor Mobiliare și Autoritatea Europeană a Asigurărilor. Aceste trei autorități urmau să aibă puteri sporite în ceea ce privește supravegherea și autorizarea unor instituții specifice la scara UE.

Sconsiliul European de Risc Sistemic s-a stabilit că va funcționa sub auspiciile Băncii Centrale Europene (BCE) și ale Sistemului European al Băncilor Centrale, aceasta însemnând că va beneficia de capabilitățile analitice și de infrastructurile tehnice dezvoltate de băncile centrale pentru analizele lor de stabilitate monetară și financiară. BCE și Sistemul European al Băncilor Centrale s-a decis că vor avea acces la informațiile relevante de la supraveghetori.

Condiția esențială pentru ca noul cadru prudential să funcționeze în condiții optime a fost ca avertizările de risc și recomandările de politică economică emise de CERS să fie transformate în acțiuni efective de politică, iar băncile centrale ale statelor membre să primească autoritatea, răspunderea și capacitățile legale necesare pentru noile sarcini macroprudențiale alocate.

4. Evoluția veniturilor salariale din companiile private nu a fost adecvat corelată cu procesul de gestionare a riscului

Legătura dintre stimulentele managerilor și gestionarea riscului nu a fost întotdeauna evidentă. Inovațiile financiare, produse și instituții inadecvat reglementate și supravegheate, au făcut posibilă acumularea de profituri mari pe termen scurt concomitent cu asumarea de riscuri foarte mari. Nu au existat stimulente care să lege remunerația și premiile de obținerea de profituri pe termen mediu și/sau lung. Această stare de fapt i-a încurajat pe manageri să își asume riscuri pe care, fie nu le-au înțeles, fie le-au neglijat pentru a mări profitabilitatea de care erau legate premiile. Postcriză, s-a înțeles mai bine că politicile de remunerare și de gestiune internă a riscului pot și trebuie să fie decorelate. Raportul de Larosiere considera că stimulentele privind remunerarea trebuie să fie mai bine aliniate cu interesele acționarilor și cu profitabilitatea pe termen lung la nivelul întregii firme. Primele trebuie stabilite într-un cadru multianual, plata acestora trebuind să fie făcută de-a lungul ciclului. Raportul Larosiere propunea ca supraveghetorii să aibă obligația de a verifica adecvarea politicilor de remunerare a instituțiilor financiare și de a avea autoritatea de a impune schimbări ale acestora sau cerințe adiționale de capital în cadrul Pilonului 2 din Basel 2 dacă nu se întreprind acțiuni corective.

5. În perioadele de prosperitate oamenii tind să uite de apariția crizelor și neglijează frecvent conceperea de mecanisme de gestiune a crizei

Tensiunile financiare semnificative și cu atât mai mult crizele financiare sunt evenimente rare. Una dintre lecțiile importante ale crizei este aceea că trebuie să existe un proces periodic de actualizare a mecanismelor de gestionare a crizelor, altminteri se poate întâmpla ca cele existente la data apariției evenimentului să se

dovedească inadecvate, datorită existenței unor prevederi legislative în măsură să împiedice acțiunea rapidă sau ca urmare a unor diferențe majore între seturile de instrumente și proceduri proprii țărilor afectate, ceea ce împiedică buna cooperare dintre acestea.

În mod particular, pentru UE este benefică definirea unui cadru unic, clar și transparent pentru a gestiona o criză, pornind de la recomandările Raportului de Larosiere. În plus, acest cadru trebuie să conțină suficiente elemente de flexibilitate pentru a permite fiecărei țări să răspundă conform specificului de manifestare a crizei în țara respectivă. Esențial este să fie stabilite principiile clare, în măsură să prevină blocajele juridice, transferul de efecte negative de la o țară la alta, principiile după care țările împart povara fiscală a unei crize transfrontaliere etc.

Fondul Monetar Internațional (FMI) a căpătat un rol sporit după ce a fost inițial criticat pentru că nu a prevăzut criza asiatică.

Deși în urmă cu câțiva ani mulți specialiști prevedeau un declin masiv al rolului FMI în actualul context economic, criza din 2008-2009 pare să fi redescoperit rolul FMI-ului pe această planetă. Fondurile sale au fost crescute pentru a putea face față la solicitările venite din partea diverselor țări pentru ajutor financiar și asistență tehnică. Din declarația liderilor G20 rezulta decizia ca FMI să evalueze cu regularitate acțiunile inițiate și acțiunile globale necesar a fi inițiate.

Mai mult, se prevedea încă din 2008-2009 o strânsă cooperare între FMI și Financial Stability Board (FSB), care viza toate țările G20, membrii Financial Stability Forum, Spania și Comisia Europeană. Împreună, FMI și FSB urmau să furnizeze avertizare timpurie despre riscurile macroeconomice și financiare și să indice acțiunile necesare pentru redresarea lor.

Actuala criză financiară a scos în evidență că în momente dificile este nevoie de o instituție care să aibă o imagine despre fiecare economie în context global. FMI are o experiență de cel puțin cinci decenii în analiza economiilor membre, actualmente fiind vorba despre 185.

#### 6. Măsurile expansioniste trebuieacompaniate de la început de strategii de ieșire

Istoria a arătat că măsurile expansioniste de ieșire din crize economice nu rămân fără efecte adverse în termenii inflației.

Lecția anilor '70 este aceea că politicile expansioniste prelungite au produs inflație și datorii publice mari, a căror reducere a necesitat politici restrictive, care au făcut ca media creșterii economice să rămână relativ scăzută.

Lecția acelor ani și a altor perioade similare în abordare, este aceea că măsurile anticriză trebuie concepute pornind de la obiectivul asigurării sustenabilității fiscale și a prețurilor pe termen mediu-lung.

În termeni practici, aceasta evidențiază că lansarea măsurilor anticriză trebuie întotdeaunaacompaniată de crearea de strategii credibile de ieșire din

criza, care s-au dovedit necesare la un moment dat pentru sprijinirea sectorului financiar și a relansării cererii globale.

7. Dezechilibrele macroeconomice este absolut necesar să fie evitate, simultan cu urmărirea unei pante de creștere sustenabile, sprijinită de reforme structurale riguros definite

Această lecție a crizei din anii 2008-2009 are aplicabilitate în mod deosebit pentru economiile țărilor emergente.

În perioada 2002-2008, creșterea economică accelerată din țara noastră, de pildă, a fost posibilă datorită utilizării economiilor străine. Băncile au devenit dependente de finanțarea externă, iar deficitul contului curent a depășit limitele de sustenabilitate, făcând economia românească vulnerabilă.

Criza mondială a accentuat această vulnerabilitate, ceea ce a început să se reflecte în reducerea semnificativă a creșterii economice. Lecția esențială care s-a desprins din experiența acestor ani a fost aceea că menținerea unor deficite bugetare mari atunci când economia este în creștere nu se poate fi de bun augur pe termen mediu și mai ales lung. În 2008-2009 ar fi fost mult mai ușor să fie combătută criza dacă bugetul României ar fi avut surplus în ultimii doi ani premergători crizei.

8. Adoptarea monedei unice europene (euro) nu se poate substitui politicilor de ajustare

Această lecție a crizei a devenit mai evidentă odată cu instalarea crizei economice în economiile emergente. Atât timp cât leul s-a apreciat, până în vara lui 2007, problema adoptării euro nu era pe agenda curentă a agenților economici.

Criza a făcut evident însă faptul că leul era supraapreciat și piața avea să facă ea corecția necesară. Astfel, într-o perioadă relativ scurtă de timp - din iulie 2007 și până în prima parte a anului 2009 - leul s-a depreciat cu aproximativ 35 procente. În aceeași perioadă, perspectivele creșterii economice s-au schimbat dramatic: de la o creștere de aproape 9,4 procente, în trimestrul III 2008, la o scădere semnificativă, în trimestrul I 2009.

În fața crizei, volumul relativ mare al datoriilor străine private și volatilitatea crescută a piețelor i-au făcut pe unii agenți economici să creadă că adoptarea timpurie a euro putea să înlocuiască eforturile necesare de ajustare a politicilor. Dar acest lucru nu era posibil deoarece adoptarea euro înainte de parcurgerea pașilor principali ai convergenței cu UE, ar fi putut crea serioase probleme în viitor. Adoptarea euro în 2009 ar fi însemnat renunțarea la politica monetară înainte de a fi fost asigurată sustenabilitatea convergenței, adică înainte de a fi fost eliminate dezechilibrele apărute.

Rezultatul ar fi fost că politica monetară trecea în sarcina Băncii Centrale Europene (BCE), care însă ar fi putut să nu se poată plia pe problemele economiei românești. Exista mai exact riscul ca la eventuale volatilități relativ mari ale producției și ale inflației, BNR să nu mai dispună de instrumente adecvate cu care să răspundă. Acesta a fost un motiv suficient de puternic pentru care nu s-a

---

putut adopta euro înainte de eliminarea dezechilibrelor majore ale economiei și înainte de a fi fost făcut suficient progres în domeniul convergenței.



Cu siguranță vor mai fi lecții pe care țările le vor învăța de la actuala criză financiară. Vor învăța despre modul în care se poate restructura sistemul bancar în fața unei crize financiare mondiale, în mod particular ce înseamnă instituția așa numitei „bad bank” în practică, vor învăța ce costuri poate avea utilizarea instrumentelor neconvenționale de către băncile centrale. Dar, oricâte lecții vor fi învățate, experiența crizelor financiare a dovedit că memoria socială a crizelor este scurtă și posibilitatea ca unele greșeli să se repete nu trebuie niciodată exclusă.

## Capitolul 2

# REAȚIA LA CRIZĂ A BĂNCII CENTRALE EUROPENE (BCE)

În luna august 2007, turbulențele de pe piețele financiare s-au intensificat semnificativ, iar aversiunea față de riscuri a sporit, ca urmare a crizei creditelor imobiliare *subprime* din Statele Unite. Volatilitatea piețelor s-a accentuat puternic pentru aproape toate clasele de active. Piețele bursiere s-au prăbușit, pe fondul vânzărilor de acțiuni de către investitori și al transferului de fonduri în plasamente cu grad ridicat de siguranță. Aproximativ în același moment, mai multe bănci europene și-au făcut publice expunerile directe și indirecte la piața imobiliară *subprime* din Statele Unite. De asemenea, o serie de bănci, în special în Europa, au făcut obiectul unor zvonuri privind pierderi considerabile generate de expuneri la titluri garantate cu ipotecă. Aceasta a condus la un climat de neîncredere reciprocă între bănci și, în consecință, la o deteriorare a situației acordării și contractării de credite interbancare și, implicit, a funcționării pieței monetare în euro. BCE a intervenit și a furnizat lichiditate *overnight* pe piețele monetare interbancare în cadrul unei serii de operațiuni de reglaj fin și, de asemenea, lichiditate suplimentară în cadrul operațiunilor sale standard.

Scopul a fost acela de a asigura condiții corespunzătoare pe piețele monetare interbancare, de a reduce volatilitatea ratelor dobânzilor pe termen scurt și de a limita riscul propagării tensiunilor de pe piețele financiare prin intermediul sistemului bancar. BCE a efectuat operațiuni de piață monetară fără a modifica orientarea generală a politicii monetare.

În luna decembrie 2007, BCE a început, în cooperare cu Rezervele Federale ale SUA, să furnizeze finanțare în dolari SUA băncilor din zona euro pentru a acoperi deficitele de lichiditate în această monedă.

În luna octombrie 2008, după falimentul Lehman Brothers, turbulențele financiare s-au transformat într-o criză financiară mondială. Incertitudinile sporite cu privire la soliditatea financiară a marilor bănci din întreaga lume au dus la colapsul activității pe numeroase piețe financiare. Cvasiprăbușirea pieței monetare a determinat majorarea ratelor dobânzilor pe termen scurt până la niveluri anormal de ridicate, atât în interiorul, cât și în afara zonei euro. În această perioadă caracterizată de un grad ridicat de incertitudine, băncile au constituit rezerve semnificative de lichiditate, eliminând în același timp riscurile din bilanțurile lor și înăsprind condițiile de creditare. Criza a început, de asemenea, să se propage către economia reală, pe fondul unei deteriorări rapide și sincronizate a condițiilor economice în majoritatea economiilor importante și al declinului pronunțat înregistrat de schimburile comerciale mondiale. BCE a reacționat prin adoptarea mai multor măsuri, cea mai importantă dintre acestea fiind reorientarea către o

politică de alocare integrală și rate fixe ale dobânzilor. Aceasta a însemnat că băncile din zona euro au putut obține un volum nelimitat de lichiditate de la BCE la rata dobânzii aferentă operațiunilor principale de refinanțare, cu condiția furnizării de garanții adecvate. BCE a luat efectiv locul pieței monetare. Alte măsuri (în afară de reducerea substanțială a ratelor dobânzilor) au inclus extinderea gamei de garanții eligibile și a scadențelor împrumuturilor acordate băncilor.

Unul dintre instrumentele de politică monetară ale BCE este cel al „operațiunilor structurale”, printre care se numără și achiziția simplă de anumite active eligibile drept garanții. Întrucât piața obligațiunilor garantate a fost puternic afectată, iar obligațiunile garantate reprezintă un instrument important de refinanțare pentru bănci, Consiliul Guvernatorilor BCE a decis să inițieze un program de achiziționare de obligațiuni garantate, scopul acestuia fiind de a contribui la redresarea pieței obligațiunilor garantate.

Mai târziu, în luna mai 2010, pe piețele financiare, în special pe cele ale obligațiunilor guvernamentale, aveau să se manifeste tensiuni acute, cu efect asupra funcționării mecanismului de transmisie a politicii monetare. BCE avea să decidă atunci să introducă programul destinat piețelor titlurilor de valoare. În cadrul acestuia, BCE și băncile centrale naționale din zona euro au putut interveni, în limitele stabilite de Consiliul Guvernatorilor, pe anumite piețe ale titlurilor de credit, în special pe piețele obligațiunilor guvernamentale. Achizițiile au putut fi efectuate numai pe piața secundară (la prețurile pieței), în conformitate cu dispozițiile Tratatului, care interzicea achizițiile directe de la guverne. Valoarea totală a tuturor obligațiunilor achiziționate care nu au ajuns încă la maturitate era sterilizată săptămânal pentru ca situația lichidității generale pe piața monetară interbancară să nu fie afectată.

În luna decembrie 2011, ca reacție la tensiunile acute manifestate pe piețe, care au amenințat funcționarea pieței monetare și fluxul de credite acordate de bănci firmelor și consumatorilor, BCE a decis să efectueze două operațiuni de refinanțare pe termen mai lung cu scadența la 36 de luni. Rata dobânzii la aceste operațiuni a fost stabilită la nivelul ratei medii a dobânzii aferente operațiunilor principale de refinanțare pe durata desfășurării operațiunilor respective. Prima operațiune a fost alocată la data de 21 decembrie 2011, iar cea de-a doua, la 29 februarie 2012.

De asemenea, BCE a decis să sporească disponibilitatea garanțiilor, reducând pragul de rating pentru anumite titluri garantate cu active și permițând băncilor centrale naționale, ca soluție temporară, să accepte drept garanții creanțe suplimentare de natura creditelor (împrumuturi bancare) care îndeplinesc criteriile specifice. Responsabilitatea care decurgea din acceptarea unor astfel de creanțe revenea băncilor centrale naționale care autorizau utilizarea acestora.

În al treilea rând, BCE a hotărât să reducă rata rezervelor minime obligatorii la 1 la sută (de la 2 la sută), eliberând astfel garanții și sprijinind activitatea pe piața monetară.

În luna septembrie 2012, pentru a menține o politică monetară unică și pentru a asigura o transmisie adecvată a orientării politicii monetare către

economia reală în întreaga zonă euro, BCE a anunțat posibilitatea derulării unor tranzacții monetare definitive (TMD)<sup>1</sup>.

Pentru a menține supremația mandatului BCE privind stabilitatea prețurilor și pentru a asigura că guvernele au în continuare stimulentele adecvate pentru a implementa ajustările fiscale și reformele structurale necesare, este esențială impunerea unei condiționalități stricte și eficiente pentru TMD, asociată unui program corespunzător derulat în cadrul EFSF/MES.

---

<sup>1</sup> TMD sunt intervenții pe piețele secundare ale obligațiunilor guvernamentale efectuate pentru a aborda distorsiunile grave care afectează aceste piețe și care sunt generate, în special, de temerile nefondate ale investitorilor cu privire la reversibilitatea monedei euro. TMD asigură, sub rezerva respectării anumitor condiții, un instrument de asistență pe deplin eficient pentru evitarea unor scenarii distructive care ar putea genera probleme grave la adresa stabilității prețurilor în zona euro.

## **Capitolul 3**

# **ABORDĂRI ALE BNR PENTRU CONTRACARAREA EFECTELOR CRIZEI DIN 2008-2009**

Începând din a doua jumătate a anului 2007 piețele financiare au început să prezinte noi caracteristici, marcate de problemele de pe piața ipotecară cu risc ridicat din SUA, cele mai pregnante fiind înrăutățirea sensibilă a percepției asupra riscului a investitorilor și diminuarea lichidității. Economia mondială se afla într-o etapă marcată de tensiuni sporite, care scoteau în evidență unele riscuri ce se conturaseră încă din 2006: încetinirea creșterii economice și corecția prețurilor activelor.

Modificarea caracteristicilor sistemelor financiare internaționale începând din a doua jumătate a anului 2007 nu a fost însă o surpriză. Numeroase instituții supranaționale (FMI, BIS, BCE) atrăgeau atenția asupra faptului că riscul era subevaluat și că o evoluție în sens invers părea tot mai posibilă.

Cauzele identificate a sta la originea problemelor din sistemele financiare ale țărilor dezvoltate au fost: (i) excesul semnificativ al lichidității în contextul unor rate mici ale dobânzii ce a promovat asumarea de riscuri mai mari pentru a obține randamente mai ridicate, (ii) dezvoltarea inovațiilor financiare ce s-a realizat fără o înțelegere adecvată a riscurilor asumate și fără implementarea unor metode corespunzătoare de gestiune a riscurilor și (iii) transparența plasamentelor în produsele inovative.

Băncile centrale au reacționat prompt. Măsurile imediate au constat în: furnizarea de urgență de lichidități, utilizarea de noi facilități de finanțare peste cele oferite prin operațiunile curente de politică monetară și, în unele situații, reducerea ratelor de politică monetară.

În condițiile în care băncile românești nu aveau expuneri pe instrumentele financiare aflate la originea problemelor respective, turbulențele de pe piețele financiare internaționale erau în măsură să afecteze stabilitatea financiară din România indirect, pe canalul economiei reale și al lichidității bancare. Aceasta a făcut ca, în prima parte a anului 2008, repercusiunile situației externe să se manifeste doar limitat, sub forma creșterii costului finanțării externe.

Companiile și populația, care se finanțau în proporție ridicată în valută, erau evident expuse față de eventuala înrăutățire a lichidității internaționale și față de evoluția incertă a cursului de schimb, culminând cu efectele resimțite odată cu întărirea politicii monetare. În plus, majorarea prețurilor externe la petrol, mărfuri alimentare și materii prime care a continuat și în 2008, amenința stabilitatea



financiară internă prin afectarea capacității de rambursare a creditelor bancare de către companii și populație.

În condițiile în care finanțarea externă a sectorului bancar era ridicată, populația și companiile se împrumutau în egală măsură în moneda națională și în valută (companiile preferând finanțarea externă), se poate spune că evoluția cursului de schimb avea efecte directe și puternice atât asupra stabilității financiare cât și asupra stabilității macroeconomice.

Așa cum remarca Lucian Croitoru în lucrarea sa: *Sfârșitul reglementării și ultimul reglementator* (aprilie 2013), în unele economii dezvoltate, limitele privind creditarea au fost slabe. În România, ca răspuns la intrările mari de capitaluri, aceste limite au fost întărite, uneori la niveluri inimaginabil de mari pentru acele perioade. De exemplu, în perioada 2005-2007, luptând cu intrările mari de capitaluri, BNR a impus o serie de reglementări ce țineau reducerea acestor intrări, inclusiv creșterea rezervelor minime obligatorii (RMO). Astfel, din totalul capitalurilor intrate în țară în perioada 2004-2008, două treimi au avut loc după ce rezervele minime obligatorii au fost crescute la 40 la sută în 2006, comparativ cu 2 la sută în țările dezvoltate sau în alte economii emergente europene. Multe alte reglementări prudentiale au fost proiectate și aplicate înainte de criză. De exemplu, au fost formulate cerințe minime privind raportul dintre venit și credit pentru gospodării pentru a acorda un credit, dar băncile și clienții au fost inovativi în a depăși limitele respective.

Concomitent, s-a făcut simțită și o altă provocare, una relativ nouă la adresa stabilității macroeconomice și a celei financiare, care își avea originea pe piața muncii. Aceasta se referea la îngustarea continuă a pieței muncii, ca rod al exodului unei părți importante a forței de muncă și a creșterii economice ridicate din perioada 2002-2008, ceea ce a creat presiuni salariale mari, care, acomodate, puteau amenința profitabilitatea multor companii și capacitatea lor de asigurare a serviciului datoriei bancare interne și rezistența la șocuri.

Volatilitatea leului era mai ridicată comparativ cu cea a altor monede din regiune, fiind explicată și prin caracteristicile structurale ale pieței valutare, care o diferențiau de alte piețe regionale: volum relativ mic de tranzacții; scadența operațiunilor în mare parte pe termen scurt; ponderea mică a instrumentelor derivate (deținute aproape în totalitate de nerezidenți). Această volatilitate relativ ridicată a cursului monedei naționale, cu implicațiile sale preponderent negative, putea fi redusă prin dezvoltarea pieței valutare, dar îndeosebi prin întărirea coerenței politicilor macroeconomice.

Prin dobândirea de către România a statutului de țară membră a Uniunii Europene a sporit concurența în sistemul bancar autohton caracterizat printr-un grad de concentrare moderat. Modificările legislative produse pe parcursul anului 2007 - prin eliminarea unor măsuri administrative de temperare a dinamicii creditului neguvernamental - au avut, în cazul unor bănci, un efect de relaxare a politicii de creditare și de stimulare a concurenței. Banca Națională a României a stimulat băncile să își dezvolte propriile politici de creditare în concordanță cu profilul și strategia lor de risc (respectiv modalitatea de organizare a activității de

acordare și derulare a creditelor, condițiile de garantare pentru fiecare tip de credit, categoriile de clienți eligibili, categoriile de venituri considerate eligibile, gradul total de îndatorare etc.). Reglementările interne ale instituțiilor de credit au fost supuse validării Direcției Supraveghere din BNR.

Măsurile de politică monetară au devenit mai restrictive începând cu primele luni ale anului 2008. Totuși, în contextul menținerii unor niveluri destul de ridicate de lichiditate în sistemul bancar românesc și în absența altor turbulențe serioase s-au menținut în continuare condițiile favorabile creșterii creditului neguvernamental. Testarea rezistenței băncilor la șocuri exogene extreme, efectuată de banca centrală, nu indicau la acel moment probleme de natură sistemică. În plus, sistemul bancar românesc era bine capitalizat.

Datorită riscurilor asociate creditelor în valută și evoluțiilor din anul 2007 ale acestei componente a creditului neguvernamental, care în general a înregistrat un ritm accelerat de creștere, banca centrală a înăsprit la începutul anului 2008, din rațiuni prudențiale și macroeconomice, cerințele de provizionare a creditelor acordate de bănci debitorilor expuși la riscul valutar.

Banca centrală monitoriza permanent calitatea creditelor, cu atât mai mult cu cât anul 2008 a debutat cu o depreciere semnificativă a monedei naționale, care putea fi resimțită în creșterea riscului de credit, în special de către băncile implicate mai mult în activitatea de creditare în valută.

La data de 31 iulie 2007 a fost semnat Acordul între Ministerul Economiei și Finanțelor, Banca Națională a României, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, Comisia de Supraveghere a Asigurărilor și Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private pentru cooperare în domeniul stabilității financiare și al gestionării crizelor financiare, în baza căruia a fost înființat Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară. Acest acord viza, în special, colaborarea dintre autoritățile de supraveghere și, în cazuri speciale cu Ministerul Economiei și Finanțelor, în situații de turbulențe sau chiar de criză a sistemului financiar românesc în ansamblu sau a unora dintre componentele sale.

Printre sarcinile Comitetului Național pentru Stabilitate Financiară, care decurgeau din recomandările Consiliului ECOFIN referitoare la managementul crizelor financiare, se număra testarea periodică a sistemului financiar prin organizarea la nivel național a unor exerciții de simulare a situațiilor de criză, cu participarea tuturor autorităților reprezentate în comitetul național. Primul exercițiu de simulare a unei situații de criză a fost organizat de banca centrală și a avut loc la data de 6 februarie 2008, cu participarea reprezentanților Băncii Naționale a României, Ministerului Economiei și Finanțelor, Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor, Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private, Fondului de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar. Pentru acest exercițiu s-a optat pentru un scenariu bazat pe apariția unei crize de lichiditate ca urmare a unei fraude interne la o bancă comercială de importanță sistemică. Din punct de vedere al localizării, s-a optat pentru varianta centralizată, care permitea o mai bună observare a comportamentului participanților și o mai bună înregistrare a fazelor exercițiului. Exercițiul de

simulare s-a efectuat în timp comprimat și nu în timp real, iar din punct de vedere al modului de reprezentare a autorităților, s-a ales varianta mixtă.

În plus, Banca Națională a României a elaborat o serie de documente menite să contribuie la întărirea gradului de pregătire pentru gestionarea eficientă a potențialelor situații de turbulențe sau crize ale sistemului financiar, astfel: „Planul pentru situații neașteptate aplicabil instituțiilor de credit”; „Lista de probleme de rezolvat în cazul apariției unor situații neașteptate” (check list); listele cuprinzând persoanele de contact la nivelul conducerii și al experților din cadrul autorităților de supraveghere a sistemului financiar românesc; liste de contact aferente autorităților de supraveghere din Uniunea Europeană.

Consiliul Uniunii Europene a adresat statelor membre invitația de a semna, în primăvara anului 2008, un acord extins de cooperare, elaborat pe baza acordului de cooperare pentru gestionarea crizelor care a fost încheiat în anul 2005 între băncile centrale, autoritățile de supraveghere și ministerele de finanțe din țările UE. Acest nou acord includea: principiile comune; un cadru analitic comun de evaluare a implicațiilor sistemice ale unor potențiale crize, în vederea asigurării unei terminologii comune aplicabile crizelor financiare transfrontaliere de către toate autoritățile relevante și crearea premiselor pentru efectuarea în timp util a evaluărilor necesare în vederea facilitării adoptării de decizii în situații de criză; un ghid practic pentru gestionarea crizelor, care să reflecte o înțelegere comună a etapelor și procedurilor de parcurs într-o situație de criză transfrontalieră. Acordul a fost semnat de către Banca Națională a României în cadrul reuniunii ECOFIN, care a avut loc în perioada 4-5 aprilie 2008.

În anul 2008, BNR a urmărit aducerea ratei inflației pe traiectoria prognozată, respectiv 3,8 la sută  $\pm$  1 punct procentual, în condițiile în care dificultățile cu care se confrunța erau din ce în ce mai provocatoare, generate de prelungirea și chiar amplificarea șocurilor inflaționiste de natura ofertei, cumulate cu intensificarea presiunilor exercitate de cerere ca urmare a creșterii economice și a majorării amplitudinii deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial. Răspunsul BNR s-a concretizat în cinci majorări succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, în perioada februarie-iulie 2008, de la 8 la sută la 10,25 la sută, concomitent cu un control ferm al lichidității de pe piața monetară.

Volatilitatea cursului de schimb a atins nivele semnificative în ultimul trimestru al anului 2008, pe fondul intensificării turbulențelor de pe piețele financiare internaționale, care a generat creșterea reticenței față de risc și implicit deprecierea monedei naționale. Ritmul alert al deprecierei monedei naționale față de euro începând cu octombrie 2008 i-a făcut pe mulți specialiști să bănuiască un atac speculativ la adresa leului, pus la cale de speculatori care au estimat că BNR va accepta o depreciere pentru a face loc creșterii cererii agregate. Banca centrală a ales însă să contracareze atacul speculativ prin vânzarea de valută, pentru a conserva stabilitatea financiară și, implicit, pentru a minimiza scăderea producției<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Lucian Croitoru, *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*, Editura Curtea Veche,

---

Pe parcursul trimestrului I din 2009, poziția BNR de creditor al sistemului bancar autohton s-a consolidat, banca centrală acomodând treptat cererea crescută de rezerve a băncilor prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară, în special a tranzacțiilor repo. Aceasta a permis evitarea volatilității excesive a cursului de schimb, cât și funcționarea fluentă a pieței monetare interbancare, concomitent cu stabilizarea relativă a ratelor dobânzilor interbancare în jurul dobânzii de politică monetară. Totodată, operațiunile băncii centrale au avut ca efect îmbunătățirea lichidității sistemului bancar prin creșterea stocului de titluri de stat deținute de bănci, creditul guvernamental contrabalansând contracția creditului acordat sectorului privat.

Totodată, în virtutea responsabilităților pe linia supravegherii prudențiale, BNR a continuat să monitorizeze evoluția indicatorilor financiari și prudențiali raportați de instituțiile de credit. În contextul efectelor negative asupra mediului economic și financiar intern, generate de criza internațională, banca centrală a solicitat transmiterea lunară a raportării privind adecvarea capitalului în cazul instituțiilor de credit care au înregistrat pierderi și un nivel al indicatorului de solvabilitate sub media pe sistem. Totodată, în cazul unei bănci cu capital străin, banca centrală a dispus măsuri ca nivelul indicatorului de solvabilitate, raportat lunar, să nu scadă sub 10 la sută.

De asemenea, în cazul a două bănci cu capital majoritar autohton, banca centrală a recomandat menținerea unui volum al fondurilor proprii care să asigure un nivel de cel puțin 10 la sută al indicatorului de solvabilitate.

În ceea ce privește măsurile de natura reglementării, banca centrală a modificat, în 2009, prevederile Regulamentului BNR – CNVM nr. 18/23/2006 privind fondurile proprii ale instituțiilor de credit și ale firmelor de investiții în sensul revenirii la exercitarea opțiunii prevăzute de Directiva europeană privind cerințele de capital constând în includerea în calculul fondurilor proprii a profitului intermediar. Astfel, s-a modificat abordarea avută de banca centrală începând cu luna august 2008 când, în contextul eforturilor de temperare a creditului neguvernamental, a fost adoptată decizia neexercitării respectivei opțiuni.

Modificarea vizată a avut ca efect posibilitatea includerii în calculul fondurilor proprii de nivel I a profitului interimar înregistrat până la data determinării fondurilor proprii, precum și a profitului aferent ultimului exercițiu financiar raportat până la repartizarea sa conform destinațiilor stabilite de adunarea generală a acționarilor.

Noua reglementare asigură totodată corelarea cu modificările avute în vedere în prezent de către Grupul de Lucru pentru Modificarea Directivei privind Cerințele de Capital (CRDWG) și Comitetul Supraveghetorilor Bancari Europeni (CEBS) și cu inițiativa promovată la nivelul Parlamentului European în procesul de modificare a directivei privind cerința de capital (CRD). Profitul interimar urma să poată fi inclus în calculul fondurilor proprii numai în situația în care cuantumul acestuia fusese deja verificat de persoanele responsabile cu auditarea situațiilor

financiare și dacă în raportul întocmit în urma verificării se exprimase opinia conform căreia „sumele respective au fost evaluate în conformitate cu principiile și regulile de contabilitate și sunt nete de orice obligație sau dividend previzibile”. Pentru rațiuni de prudență bancară, reglementarea menținea prevederea referitoare la deducerea din cuantumul fondurilor proprii a pierderii aferente perioadei curente, indiferent dacă aceasta era sau nu verificată de persoanele responsabile cu auditarea situațiilor financiare.

În contextul economic propriu anului 2009, caracterizat prin încetinirea puternică a ritmului de creștere a creditului neguvernamental, modificarea Regulamentului BNR – CNVM nr. 18/23/2006 în sensul includerii profitului interimar în calculul fondurilor proprii era așadar privită ca o posibilitate de favorizare a deblocării creditării.

La cele de mai sus s-a adăugat decizia băncii centrale de amendare a cadrului de reglementare în domeniul clasificării și provizionării creditelor, în sensul flexibilizării acestuia. Astfel, Regulamentul BNR nr. 3/2009 privind clasificarea creditelor și plasamentelor, precum și constituirea, regularizarea și utilizarea provizioanelor specifice de risc de credit stipula următoarele: garanțiile aferente expunerilor reprezentând principalul creditelor/plasamentelor clasificate în categoria „pierdere”, în cazul cărora serviciul datoriei era mai mare de 90 de zile și/sau în cazul cărora fuseseră inițiate proceduri judiciare, trebuiau ajustate prin aplicarea de coeficienți stabiliți de împrumutător, pentru fiecare categorie/caz. Valoarea acestor coeficienți nu putea fi mai mare de 0,25. Împrumutătorul trebuia să dispună de documentația de fundamentare aferentă stabilirii valorii coeficienților prevăzuți în regulament.

O altă măsură a BNR venită în sprijinul îmbunătățirii condițiilor de lichiditate din sistem, a fost reprezentată de reducerea ratei rezervelor minime obligatorii la depozitele în lei de la 20 la 18 la sută din 24 noiembrie 2008, flexibilizând totodată și maniera de gestionare a lichidității, aceasta după un interval de peste doi ani în care rata rezervelor minime obligatorii rămăsese constantă<sup>2</sup>. Mai mult decât atât, începând cu perioada de aplicare a măsurii, 24 mai-23 iunie 2009, rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani s-a redus și ea de la 40 la sută la zero.

Toate aceste măsuri adoptate de BNR (flexibilizarea normelor de prudență bancară referitoare la constituirea provizioanelor de risc de credit, acordarea posibilității de includere în calculul fondurilor proprii a profitului interimar, reducerea la zero a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani) au contribuit la îmbunătățirea situației financiare și prudențiale a băncilor, cu efecte benefice asupra relansării creditului neguvernamental și, implicit, asupra economiei reale.

---

<sup>2</sup> Această măsură a fost adoptată în contextul în care lichiditatea netă a instituțiilor de credit – determinată ca diferență între excedentul structural de lichiditate și rezervele minime obligatorii – a devenit negativă, iar BNR a revenit în postura de creditor al sistemului bancar – Mugur Isărescu, *Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare, Editura Academiei Române, București 2009.*

---

BNR a solicitat instituțiilor de credit planuri alternative de finanțare, care să detalieze strategiile privind administrarea riscului de lichiditate în condiții de criză, cu respectarea cerințelor instituite prin cadrul legal în materie. Băncile care nu dispuneau de acorduri de finanțare alternativă erau obligate să dețină în permanență, în portofoliu, titluri libere de gaj, care, în eventualitatea unei crize de lichiditate la nivel individual, să poată fi utilizate pentru accesarea facilității de creditare de la banca centrală.

De asemenea, banca centrală, urmărind pe de o parte să evite volatilitatea excesivă a cursului de schimb al leului, iar pe de altă parte să asigure funcționarea fluentă a pieței monetare interbancare, a continuat să asigure un volum adecvat al lichidității prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară – în special prin tranzacții de tip repo. Băncile au apelat de asemenea la facilitatea de creditare pentru a-și asigura nivelul optim de lichiditate.

La toate aceste măsuri puse în aplicare de către BNR, se adaugă fără îndoială acordurile de împrumut negociate cu Fondul Monetar Internațional și cu Uniunea Europeană din primăvara anului 2009, precum și cele cu Banca Mondială și cu alte instituții financiare internaționale, care au urmărit sprijinirea financiară a programului economic al Guvernului de consolidare macroeconomică și financiară. Programul cu FMI, ca și cel cu Uniunea Europeană au avut ca obiectiv nemijlocit ajustarea ordonată a deficitului extern, cu efecte directe pozitive asupra cursului de schimb și, implicit, asupra poziției financiare a companiilor, populației și sectorului bancar. Aceste acorduri aveau un pronunțat caracter preventiv asigurând, alături de resurse financiare pentru corectarea unor dezechilibre macroeconomice și un spor de credibilitate programului economic al Guvernului.

În ceea ce privește sectorul financiar, acordurile cu FMI și cu Uniunea Europeană și-au propus întărirea solvabilității băncilor românești pentru a asigura o marjă de siguranță în fața unor posibile noi presiuni generate de criza financiară globală. Pentru aceasta, din motive prudențiale, solvabilitatea băncilor urma să fie de minim 10 la sută pe perioada programului (2009-2010). La inițiativa FMI și a Comisiei Europene, în martie și mai 2009, au avut loc două întâlniri ale principalelor bănci-mamă care aveau subsidiare în România, ocazii cu care aceste bănci au (re)confirmat hotărârea lor de a menține expunerile pe România, precum și de a asigura o solvabilitate minimă de 10 la sută.

Evaluarea *ex ante* a eventualelor nevoi de capital corespunzătoare pragului de 10 la sută s-a stabilit a se realiza prin rularea, de către BNR, a unor scenarii de testare la stres a băncilor românești.

## Concluzii

Criza economică majoră, care a debutat în anul 2007, a devenit una sistemică, având în vedere severitatea și gradul său de extindere la nivelul tuturor statelor lumii. Credibilitatea a devenit un element de raritate, instituțiile financiare refuzau să mai facă afaceri unele cu altele, clienții acestora au intrat într-un soi de panică și se grăbeau să își retragă banii din bănci, în timp ce economia reală se adâncea treptat în depresiune. Originea acestei crize s-a aflat în sectorul financiar și ea a contaminat rapid economia mondială, fiind rezultatul unei combinații de factori ce au acționat concomitent și anume: acumularea unor dezechilibre ale balanțelor de plăți în multe țări (deficite/surplusuri cronice), precum și suprafinanciarizarea economiilor, caracterizată printr-un volum global de credite excesiv în raport cu dinamica economiei reale, fenomen realizat prin relaxarea masivă a standardelor de bonitate ale debitorilor. Principalii indicatori ai suprafinanciarizării au fost: creșterea ponderii creditului neguvernamental în PIB și a prețurilor activelor imobiliare, amplificarea fără precedent a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate și subdimensionarea capitalului instituțiilor financiare în raport cu activele în sistemul financiar (supraîndatorarea). La toate acestea se adaugă faptul că băncile au ignorat și subestimat riscurile reale asociate unui asemenea comportament, au încurajat din umbră ignorarea problemelor și investirea permanentă, simultan cu îndatorarea frenetică a clienților lor, ceea ce pe termen scurt mulțumea pe toată lumea. În cele din urmă, cu toții aveau să aibă de suferit. Criza a obligat pe mulți să-și vândă bunuri la prețuri mult mai mici comparativ cu cele plătite la achiziția lor. Pe de altă parte, participanții de pe piețe au conștientizat în cele din urmă faptul că estimările lor au fost mult prea optimiste, aproape irealiste, astfel încât se impuneau fără niciun dubiu corecții majore.

Se poate spune așadar că am asistat la o materializare a riscului sistemic, care a afectat în mod deosebit piețele financiare dezvoltate și într-o măsură mai mică țările cu sisteme financiare mici și mai puțin evolute, cum a fost cazul României. Riscul sistemic a făcut obiectul cercetării multor oameni de știință, academicieni și reglementatori de-a lungul ultimei jumătăți de secol. Abordarea lor predominantă a vizat analiza riscurilor asociate diferitelor părți ale sistemului financiar global, în mod separat și nu agregat. Însăși acordurile de la Basel, puneau accentul pe reglementarea comportamentului prudential individual și nu pe cel sistemic, ceea ce s-a dovedit a fi foarte greșit, lăsând loc pentru producerea unor dezechilibre majore, cu efect de contagiune.

În ultimii ani însă, factorii de decizie și-au revizuit abordarea, fiind intens preocupați de identificarea, analiza, evaluarea și limitarea riscurilor sistemice, globale. Cadrul de reglementare este într-un intens proces de actualizare astfel încât să fie limitată pe viitor probabilitatea de producere a unor crize sistemice sau

dacă acestea se produc să fie riguros definite căile de acțiune, în sensul remedierii cu promptitudine a efectelor lor negative.

Criza actuală a confirmat valabilitatea ideii keynesiene potrivit căreia trebuie acumulate resurse în vremurile de avânt economic pentru finanțarea stimulilor fiscali guvernamentali necesari în perioadele de recesiune, ceea ce necesită competență și înțelepciune din partea factorilor de decizie, precum și un mix cu un dozaj corect al componentelor politicii macroeconomice. Activitatea economică nu este numai o operațiune tehnică fără legătură cu moralitatea; în trecut etica și economia erau unite, iar acum cele două sunt separate, ceea ce cu siguranță și-a pus într-o anumită măsură amprentă asupra situației economice grave la nivel mondial. Un lucru este foarte clar: pentru evitarea efectelor nocive determinate de funcționarea liberă a piețelor, se impune intervenția statului prin reglementări adecvate, care să prevină excesele, abuzurile și pagubele suportate de toți cetățenii (marea majoritate fără nicio vină în manifestarea disfuncțiilor pieței).

A vorbi despre actuala criză financiară și economică a capitalismului înseamnă că se dorește identificarea unui sistem capitalist eficient, care să îmbine sustenabil virtuțile pieței și ale statului în condiții de echilibru între eficiența economică și echitatea socială.

Cuvintele-cheie ale viitorului sunt, fără îndoială, echilibrul, cumpătarea și economisirea. De aceea paradigma economică compromisă de actuala criză "individualism, profit cu orice preț și indiferență față de valorile morale" se impune a fi înlocuită cu paradigma viitorului "spirit de solidaritate, profitabilitate în condiții de stabilitate și respect față de morala socială". Nu în ultimul rând, acum mai mult ca niciodată, trebuie luată în serios necesitatea stringentă de creștere a competitivității economiei, ca o prioritate a tuturor statelor lumii. Competitivitatea este soluția către prosperitate.<sup>1</sup>

România trebuie să știe să valorifice avantajul pe care îl are ca stat membru al Uniunii Europene, fără a neglija responsabilitățile majore ce îi revin pentru a putea face față exigențelor concurențiale cu care se confruntă, nu trebuie să subvalueze importanța acordurilor încheiate cu Fondul Monetar Internațional și cu Uniunea Europeană, dar mai ales, este nevoie ca toate instituțiile statului și populația să conștientizeze faptul că responsabilitatea implementării planurilor de măsuri asumate este la nivel local și ea se traduce în final în credibilitate, „ingredientul” minune capabil să ne asigure obținerea de finanțare de pe piețele externe urmată de relansarea creditării și în ultimă instanță de creștere economică.

Analiza efectuată a evidențiat că banca centrală a fost și este un pion esențial care trebuie să acționeze concertat cu celelalte instituții ale statului pentru a asigura atingerea țintelor propuse, eliminarea recesiunii și a efectelor negative ale crizei, precum și reluarea creșterii economice, simultan cu menținerea unui sistem bancar sănătos. Politica monetară face deja obiectul unor provocări majore, ceea ce face ca efectele sale să se resimtă mai lent, date fiind

---

<sup>1</sup> Paul Krugmann



dimensiunea și efectele actualei crize. Revenirea la normalitate a sistemului financiar și a economiei în general va fi de durată și se va face uneori în condițiile menținerii unui șomaj la cote destul de ridicate.

În centrul atenției a trecut acum necesitatea absolută de a fi elaborat și aplicat un mix bine fundamentat de politici macroprudențiale în măsură să reglementeze de pildă situațiile particulare nou apărute, odată cu actuala criză, prin care se dovedește că ceva ce este sigur și prudent pentru o instituție financiară s-ar dovedi purtător de riscuri sistemice majore.

În acest context, se conturează din ce în ce mai pregnantă o a doua misiune a băncilor centrale și anume: asigurarea stabilității financiare în completarea funcției lor de bază, aceea de a asigura și menține stabilitatea prețurilor. Există chiar tendința ca stabilitatea financiară să devină o prioritate, surclasând pe alocuri obiectivul tradițional de menținere a stabilității prețurilor urmărit prin intermediul politicii monetare și al instrumentelor de politică monetară disponibile, ceea ce poate reprezenta la un moment dat o amenințare la adresa independenței băncii centrale. Aceasta pentru că o bancă centrală trebuie să răspundă, pe de o parte, obiectivelor de ordin macroeconomic care solicită rate ale dobânzii mici, în măsură să faciliteze accesul agenților economici la creditare și implicit dezvoltarea activității economice și, pe de altă parte, celor ale politicii monetare care corespund unor rate ale dobânzii mai mari astfel încât inflația să poată fi menținută la un nivel acceptabil.

## Bibliografie

- Dimitris N. Chorafas** – *The Changing Role of Central Banks*, Palgrave Macmillan, New York, 2013.
- Lucian Croitoru** – *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*; Editura Curtea Veche, București, 2012; *Sfârșitul reglementării și ultimul reglementator*, București, 2013.
- Jon Danielsson** – *Global Financial Systems Stability and Risk*, Editura Pearson, 2013, Londra.
- European Central Bank** - *Expectations and the conduct of monetary policy*, Buletin lunar, mai 2009.
- European Central Bank** - *Rapoarte anuale 2008-2010*.
- European Central Bank** - *Financial stability review 2008-2010*.
- European Central Bank** - *The ECB's response to the financial crisis*, Buletin lunar, octombrie 2010.
- Mugur Constantin Isărescu** – *Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare*, Editura Academiei Române, 2009; *Spre o nouă strategie de politică monetară: țintirea directă a inflației*, 2003, Craiova; *Nouă lecții din actuala criză financiară*, Cluj, 2009.
- Paul Krugman** - *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, 2e, Norton, New York, 2009.
- Yves Mersch** – discurs, *Financial Stability Policies in a Post-Crisis World*, martie, Cehia, 2013.
- Guillermo Ortiz** – *Issues in the Governance of Central Banks*, BIS, mai, 2009.
- Lucas Papademos** – discurs “*Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment*”, conferință organizată de către Banca Națională a Austriei, Viena, 14 mai 2009.
- Trichet J C** – *The monetary policy of the ECB during the financial crisis*, Montreal, iunie 2011.
- Rapoarte asupra stabilității financiare, 2009-2012 – Banca Națională a României.
- Rapoarte asupra inflației, 2010-2012 - Banca Națională a României.
- Regional Seminar on Financial Stability - Banca Națională a României, septembrie 2008, Sinaia.

[www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)

Codul seriei

ISSN 1222-541X



Codul volumului

ISBN 973-159-164-8

