



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

Vol. 438-439

Colectia
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria
*Probleme
economice*

CRIZA FINANCIARĂ
ȘI POLITICA MONETARĂ
A BĂNCII CENTRALE EUROPENE

Dragoș Ion POPESCU

ISBN 978 - 973 - 159 - 187 - 2



Centrul de Informare și Documentare Economică



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

CRIZA FINANCIARĂ ȘI POLITICA MONETARĂ A BĂNCII CENTRALE EUROPENE

Dragoș Ion POPESCU



Centrul de Informare și Documentare Economică

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

Redactor: ADELINA BIGICĂ
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDĂ
CIDE/STUDII/PROBLEME: Prob-DragosIonPopescu_438-439.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 1222-5401,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-187-2

Cuprins

Introducere	5
I. Măsurile de politică monetară adoptate de către BCE.....	7
I.1. Turbulențele financiare premergătoare falimentului Lehman Brothers.....	11
I.2. Falimentul Lehman Brothers și declanșarea crizei financiare	13
I.3. Criza datoriilor suverane.	18
II. Transmisia politicii monetare a BCE în perioada crizei financiare: canalul ratei dobânzii	24
II.1. Analiza descriptivă a transmisiei politicii monetare.	25
II.2. Analiza empirică a transmisiei politicii monetare.....	29
Concluzii	34
Bibliografie	35

Introducere

Studiul de față și-a propus să analizeze politica monetară a Băncii Centrale Europene (BCE) în perioada scursă de la declanșarea crizei financiare internaționale, respectiv modul în care modificările mediului economic și financiar au afectat mecanismul care canalizează impulsurile de politică monetară către economie în general și nivelul general al prețurilor în particular.

În sensul acestui deziderat, prima parte a studiului analizează cronologic măsurile de politică monetară adoptate de BCE în toată această perioadă, explicând rațiunile economice care le-au impus și rezultatele obținute. A doua parte evaluează eficiența acestor măsuri în a restaura/îmbunătăți modul de funcționare al mecanismului de transmisie a politicii monetare și a minimiza efectele crizei financiare asupra economiei reale. În cadrul acestui demers, este analizată eficiența transmisiei politicii monetare prin intermediul canalului ratei dobânzii în cazul a patru economii din zona euro¹, în ceea ce privește ratele dobânzilor la depozitele și creditele acordate societăților nefinanciare.

Cu toate că rata dobânzii, ca și canal de transmisie, reprezintă doar una dintre pârgurile angrenajului monetar, motivația alegerii acestui canal de transmisie ca subiect al cercetării de față, precum și a extinderii analizei la nivelul a patru economii ce aparțin zonei euro, este fundamentată de următoarele considerente :

- în condiții normale, politica monetară unică exercită influențe asupra economiei în principal prin intermediul canalului ratei dobânzii²;
- deteriorarea funcționării canalelor ratei dobânzii și creditului au exercitat constrângeri semnificative la adresa activității societăților nefinanciare (în special în cazul IMM-urilor), având în vedere capacitatea redusă de substituție a acestora între împrumuturile bancare și alte surse de finanțare. Ca urmare, îngreunarea accesului la finanțare în cazul acestui sector a devenit o problemă presantă și a constituit o preocupare continuă pentru decidenții de politică monetară și nu numai, având în vedere importanța acestor societăți atât în ceea ce privește cifra de afaceri totală la nivelul economiei, cât și capacitatea acestora de creare de locuri de muncă;
- deteriorarea continuă a situației finanțelor publice în unele state membre, recesiunea economică și fragilitatea situației financiare a băncilor au dus la creșterea heterogenității condițiilor de finanțare între statele membre, respectiv la deteriorarea accesului băncilor la finanțare și pe cale de consecință a capacității acestora de a credita economia reală.

¹ Germania, Franța, Italia, Spania.

² ECB 2011.

Totodată, acest studiu nu își propune să identifice sau să analizeze cauzele care au dus la acumularea dezechilibrelor pe faza ascendentă a ciclului economic și financiar ori modul în care aceste dezechilibre au contribuit la declanșarea și /sau acutizarea crizei financiare actuale.

I. Măsurile de politică monetară adoptate de către BCE

În urmărirea obiectivului propus, analiza a debutat prin identificarea a trei faze ale crizei financiare din zona euro, care s-au succedat pe parcursul perioadei august 2007-septembrie 2013: *i) etapa premergătoare falimentului Lehman Brothers, în care bilanțul instituțiilor financiare a fost supus presiunilor exercitate de deteriorarea calității portofoliului de active și a condițiilor de finanțare; ii) etapa care a urmat falimentului Lehman Brothers, care a amplificat preocupările de lichiditate și solvabilitate în cazul instituțiilor financiare; iii) etapa declanșării crizei datorilor suverane începând cu luna mai 2010 și apariției cercului vicios între stabilitatea sistemului bancar și sustenabilitatea finanțelor publice.*

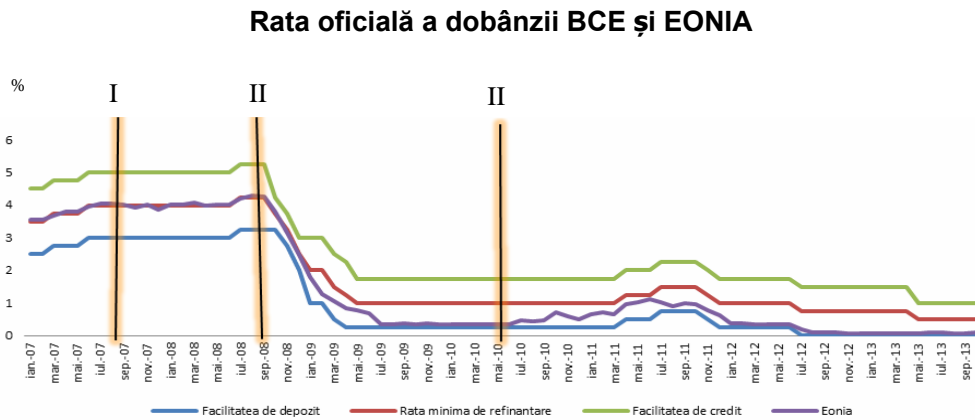
Începând cu jumătatea anului 2007, tensiunile apărute în Statele Unite ale Americii la nivelul piețelor titlurilor de valoare garantate cu creanțe ipotecare s-au extins și asupra altor segmente ale pieței financiare. Odată cu falimentul băncii de investiții Lehman Brothers, evoluțiile au atins paroxismul și au degenerat într-o criză financiară globală care a cuprins și zona euro, generând presiuni asupra pozițiilor de lichiditate și solvabilitate ale instituțiilor de credit și conducând la o scădere masivă a încrederii la nivelul sistemului financiar-bancar. O consecință firească a acestor evenimente a reprezentat-o deteriorarea bunei funcționări a pieței monetare interbancare, reflectată în lărgirea amplă a ecarturilor ratelor dobânzilor aferente diferitelor maturități.

Piața monetară joacă un rol vital în cadrul mecanismului de transmisie a politicii monetare. Călătoria impulsului de politică monetară pornește de la modificarea de către banca centrală a ratei minime a dobânzii la operațiunile de furnizare de lichiditate contrapartidelor eligibile. Având în vedere monopolul băncii centrale asupra creației de bază monetară, în condiții normale banca centrală exercită o influență considerabilă asupra ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare, în special asupra celor cu maturități apropiate în timp.

Începând cu a doua jumătate a anului 2007, tensiunile financiare au sporit primele de risc asociate creditului și lichidității, iar rata dobânzii *overnight* a pieței monetare interbancare (EONIA) a înregistrat deviații semnificative de la rata oficială a dobânzii stabilită de BCE. (figura nr. 1)

După declanșarea crizei financiare, în septembrie 2008, pe fondul majorării suplimentare a asimetriei informaționale, preocupările de lichiditate și solvabilitate au redus și mai mult dorința băncilor de a se angaja în tranzacții reciproce necolateralizate pe piața monetară interbancară.

Figura nr. 1



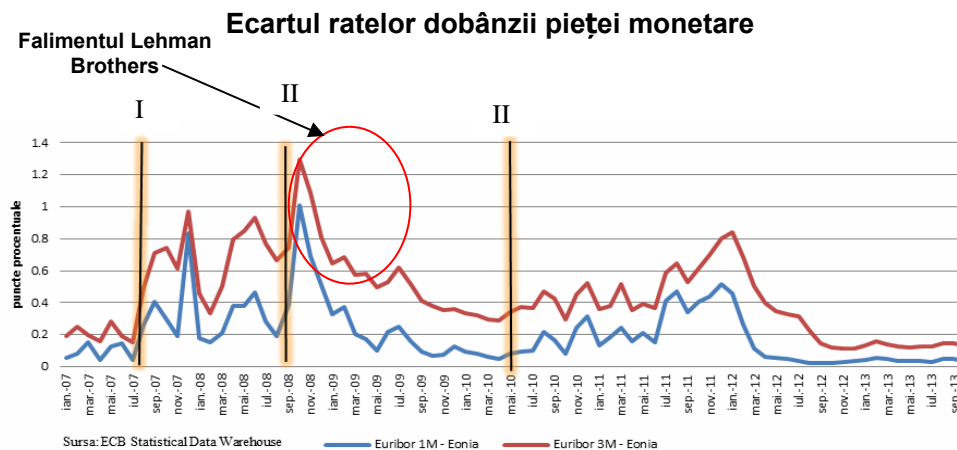
Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

În perioada de volatilitate ridicată, datorită selecției adverse și hazardului moral, incertitudinea cu care s-au confruntat băncile în ceea ce privește necesarul de lichiditate și posibilitatea de a obține finanțare în viitor de pe piața monetară au sporit. Mai mult, incertitudinea în ceea ce privește expunerile individuale ale băncilor, amplificată de reevaluările descendente ale prețurilor activelor au pus la îndoială solvabilitatea acestora și astfel posibilitatea de a-și rambursa împrumuturile contractate. O măsură utilizată pentru a capta tensiunile care au caracterizat piața monetară interbancară este ecartul dintre rata dobânzii la împrumuturile interbancare neolateralizate la diferite maturități (EURIBOR) și rata dobânzii *overnight* a pieței monetare interbancare (EONIA). Având în vedere primele de risc mai reduse încorporate în EONIA în comparație cu cele aferente EURIBOR la diferite maturități, majorarea ecartului dintre cele două rate ale dobânzii a constituit un semnal al creșterii percepției riscului de credit și de lichiditate (figura. nr. 2).

Apariția tensiunilor pe piața monetară a dus la majorarea ecartului EURIBOR 1M-EONIA de la 0,05 puncte procentuale la începutul anului 2007 până la 0,8 puncte procentuale în luna decembrie a aceluiași an. De asemenea, în perioada ianuarie 2008-septembrie 2008, ecartul a rămas ridicat în comparație cu precedentul istoric. Situația pe piețele financiare a atins paroxismul odată cu falimentul Lehman Brothers care a dus la lărgirea amplă a ecartului EURIBOR 1M-EONIA până la 1 punct procentual. Ulterior, după modificarea de către BCE a manierei de gestionare a lichidității, respectiv după implementarea măsurilor ample de furnizare de lichiditate, ecartul s-a înscris pe o pantă descendentă deși caracterizată de volatilitate și impredictibilitate ridicată. În ceea ce privește ecartul EURIBOR 3M-EONIA, așa cum era de așteptat având în vedere riscul sporit al plasamentelor interbancare cu maturitate la trei luni în comparație cu cele cu maturitate la o lună, diferențele au fost mult mai mari, iar fluctuațiile mult mai

ample. Dacă la debutul turbulențelor financiare din august-septembrie 2007, ecartul EURIBOR 3M-EONIA a ajuns la 0,7 puncte procentuale, el s-a majorat apoi după falimentul Lehman Brothers până la cea mai mare valoare consemnată pe parcursul actualei crize financiare, respectiv până la 1,3 puncte procentuale (figura nr. 2).

Figura nr. 2

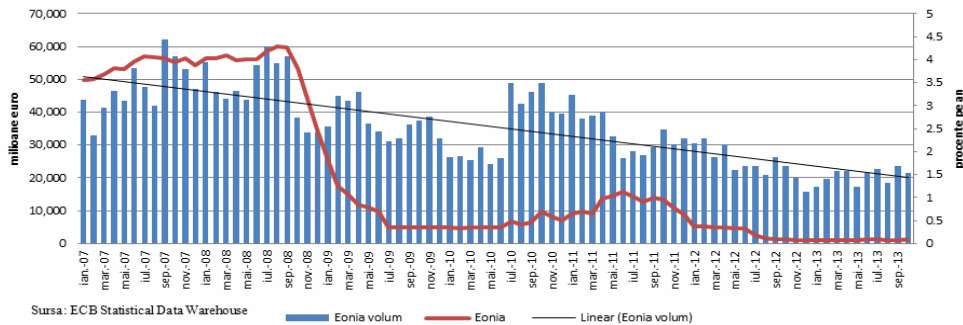


În primele luni ale anului 2009, tensiunile pe piața monetară s-au mai diminuat, așa cum poate fi observat atât din îngustarea ambelor ecarteri prezentate anterior, cât și din reducerea lichidității furnizate de Eurosistem, dar activitatea pieței monetare a rămas redusă.

În mod natural, aceste evoluții ale prețurilor au fost acompaniate de evoluții corespunzătoare la nivelul volumelor tranzacționate. În paralel cu majorarea ecartului ratelor dobânzilor, volumele tranzacționate au scăzut abrupt, în special pentru maturitățile mai lungi. Literatura economică susținută de raționamentul logic identifică drept cauză a acestor evoluții mediul economic dominat de incertitudine care a sporit asimetria informațională și a redus dorința băncilor de a se împrumuta reciproc, dorind astfel să-și conserve sau chiar reducă expunerile. În plus, deteriorarea pozițiilor de lichiditate ale băncilor, împreună cu îngreunarea accesului la finanțare din piața monetară, au sporit preferința pentru lichiditate în scop precauționar. Volumele tranzacționate s-au redus vizibil după falimentul băncii de investiții Lehman Brothers și s-au înscris ulterior pe un trend vizibil descendent până la sfârșitul perioadei analizate. Cele mai notabile scăderi au avut loc în special după declanșarea tensiunilor pe piața datoriilor suverane în mai 2010 și acutizarea acestora începând cu prima parte a anului 2011 (figura nr. 3). Trebuie menționat de asemenea că, pe lângă riscurile aferente acestor tranzacții interbancare necolateralizate pe care le-am amintit anterior, scăderea amplă a volumelor tranzacționate a fost cauzată și de sporirea rolului BCE în cadrul intermedierei financiare pe această piață, odată cu modificarea manierei de management al lichidității.

Figura nr. 3

Volumul tranzacțiilor pe piața monetară interbancară

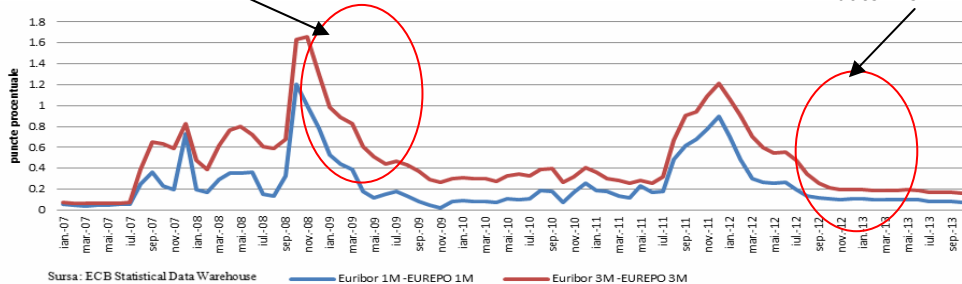


Pe măsură ce tranzacțiile interbancare necolateralizate s-au redus din cauza aversiunii sporite la risc a participanților, tranzacțiile colateralizate și-au consolidat poziția în cadrul pieței monetare interbancare. Pe fondul incertitudinilor sporite legate de solvabilitatea contrapartidelor, având în vedere potențialele expuneri ale acestora la instrumentele financiare care au stat la baza crizei financiare din Statele Unite ale Americii, instituțiile financiare din zona euro au dorit să limiteze riscul de credit și astfel s-au îndreptat spre tranzacțiile colateralizate pe piața monetară. Având în vedere că instrumentele colateralizate (ex. tranzacțiile reversibile EUREPO) sunt mai puțin expuse la riscul de nerambursare a împrumutului în cazul deteriorării situației financiare a contrapartidei, rata dobânzii la tranzacțiile reversibile este de obicei mai redusă decât în cazul depozitelor interbancare necolateralizate și mai apropiată de rata minimă de refinanțare a băncii centrale. Astfel, în perioadele de stres financiar, analiza ecartului EURIBOR–EUREPO poate să ofere indicii relevante atât cu privire la modificarea nivelului de încredere între bănci, cât și cu privire la percepția băncilor legată de riscurile existente.

Falimentul Lehman
Brothers

Ecartul EURIBOR – EUREPO

Figura nr. 4
Acutizarea crizei
datoriilor



După cum poate fi observat, atât ecartul EURIBOR 1M–EUREPO 1M, cât și ecartul EURIBOR 3M–EUREPO 3M s-au adâncit începând cu luna august 2007 până la 0,3 puncte procentuale și respectiv 0,4 puncte procentuale și au atins vârful maxim de 1,2 puncte procentuale și respectiv 1,6 puncte procentuale după falimentul Lehman Brothers în octombrie 2008. A urmat apoi o relativă normalizare a condițiilor pe piața monetară, care a dus la reducerea și stabilizarea celor două ecarturi în jurul valorilor de 0,1 și 0,4 puncte procentuale. Această stabilitate s-a dovedit efemeră, fiind întreruptă de declanșarea tensiunilor pe piața datoriiilor suverane în unele state membre și de agravarea acestora începând cu septembrie 2011, ocazie cu care ecarturile s-au mărit până la maximele de 0,8 respectiv 1,1 puncte procentuale. Ulterior, începând cu anul 2013, deși ecarturile ratelor dobânzilor s-au redus simțitor și s-au stabilizat în jurul unor valori mult inferioare celor observate anterior, volatilitatea acestora rămas persistentă (figura nr. 4).

I.1. Turbulențele financiare premergătoare falimentului Lehman Brothers

Începând cu luna august 2007, tensiunile au apărut pe piața interbancară din zona euro. Primele de risc la împrumuturile interbancare au crescut în timp ce activitatea pieței s-a redus rapid. BCE a reacționat imediat acomodând în întregime cerințele de lichiditate ale băncilor în schimbul unor garanții adecvate la rata principală de refinanțare existentă la acel moment. În lunile următoare, BCE a condus operațiuni suplimentare de refinanțare cu maturități de 3 și respectiv 6 luni. Până la sfârșitul lunii octombrie 2008, ambele tipuri de operațiuni au fost efectuate în mod regulat astfel că, ponderea operațiunilor de refinanțare pe termen lung în totalul operațiunilor de refinanțare aproape că s-a dublat de la 33% în medie, în prima parte a anului 2007 la 66% în prima parte a anului 2008.

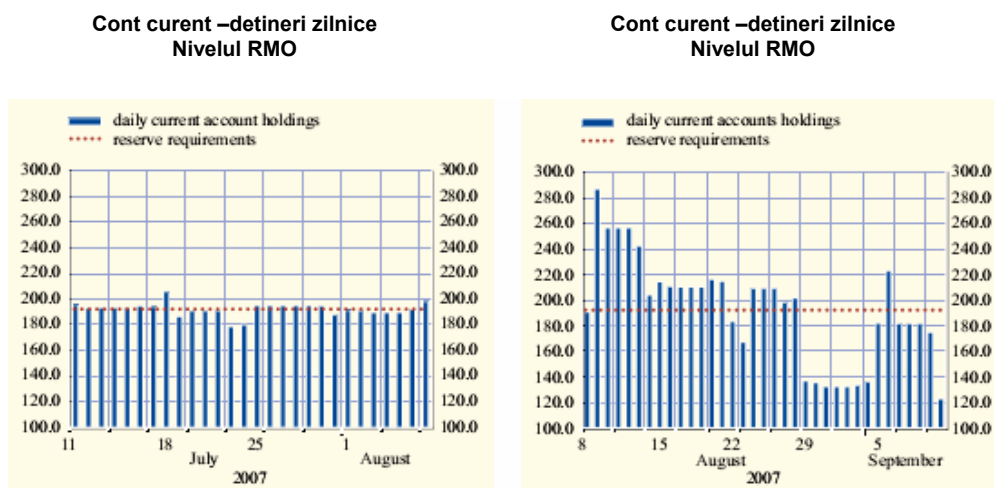
Modificarea frecvenței și maturității operațiunilor de furnizare de lichiditate a avut ca scop reducerea incertitudinilor referitoare la poziția curentă a lichidității și a capacității viitoare de refinanțare a băncilor, precum și favorizarea unei mai bune planificări a activității la un orizont mai îndepărtat de timp. De asemenea, **BCE a recurs mult mai des la operațiunile de reglaj fin** prin care a injectat lichiditate *overnight* pentru a reduce tensiunile pe piața monetară apărute între scadențele operațiunilor cu frecvență standard de furnizare de lichiditate. Cu toate acestea, presiunile în sensul majorării ratelor dobânzilor *overnight* pe piața monetară au continuat deoarece contrapartidele au ezitat să-și acorde împrumuri din cauza temerilor unor nevoi neanticipate de lichiditate care ar fi putut apărea în viitor.

Având în vedere preferința băncilor de a satisface cerințele privind rezervele minime obligatorii la începutul perioadei de constituire, **BCE a ajustat distribuția lichidității la nivelul sistemului bancar prin creșterea ofertei de**

lichiditate la începutul perioadei de constituire a rezervelor minime obligatorii. Astfel, BCE a alocat o cantitate mai mare de lichiditate la începutul perioadei de constituire a rezervelor minime obligatorii decât nevoile stricte de refinanțare ale sistemului bancar (*benchmark allotment*), reducând apoi surplusul până la sfârșitul perioadei menționate. După cum se poate observa în figura de mai jos, înainte de declanșarea tensiunilor pe piața monetară, deținerile zilnice de rezerve ale băncilor s-au situat în jurul nivelului rezervelor minime obligatorii. Odată cu apariția tumultului pe piața monetară, în prima parte a perioadei de constituire, rezervele deținute de bănci s-au plasat cu mult peste limita impusă de cerințele rezervelor minime obligatorii (figura nr. 5).

Figura nr. 5

Rezervele deținute de bănci la banca centrală în perioada de constituire a RMO



Sursa: BCE, Buletin lunar, mai 2008

Ca răspuns la creșterea necesarului de finanțare în dolari din partea băncilor din zona euro și la dificultățile cu care acestea s-au confruntat în a accesa finanțare în această monedă, BCE a furnizat lichiditate în dolari în schimbul garanțiilor denominate în euro prin încheierea de linii *swap* cu Sistemul Rezervei Federale.

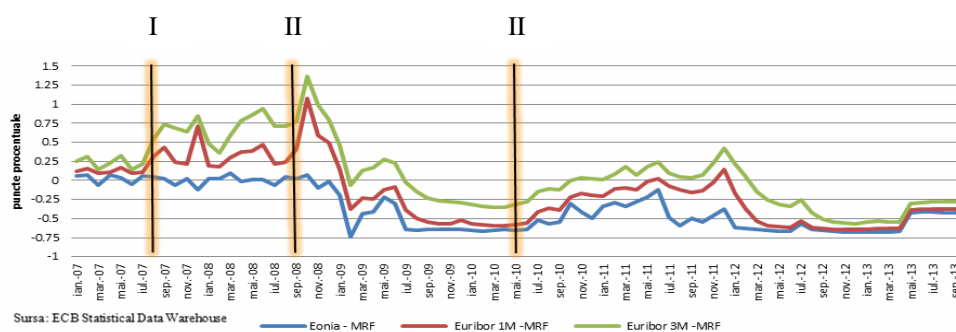
Toate aceste măsuri care au promovat o ofertă elastică de monedă pentru bănci au dorit să reducă tensiunile pe piața monetară interbancară și să evite deviații excesive ale ratelor dobânzilor pe termen scurt de la rata minimă de refinanțare (figura nr. 6).

Între august 2007 și septembrie 2008, media EONIA a fost cu doar 1 punct de bază deasupra ratei dobânzii minime la operațiunile de refinanțare. În același timp, ecartul dintre cele două rate ale dobânzii a înregistrat o volatilitate ridicată

În special începând cu august 2007, considerat punctul zero al declanșării tensiunilor pe piața monetară. Astfel, deviația standard a ecartului a crescut de la 0,06 în perioada ianuarie-iulie 2007 la 0,07 în perioada august-decembrie 2007, reducându-se apoi la 0,04 în perioada ianuarie-septembrie 2008.

Figura nr. 6

Ecarturile dintre ratele dobânzilor pieței monetare și rata minimă de refinanțare



În semestrul I 2008, BCE a ajustat ascendent rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare pe fondul acumulării unor presiuni inflaționiste asociate scumpirii materiilor prime și a riscurilor manifestării de efecte secundare. Astfel, în paralel cu menținerea măsurilor amintite anterior, Consiliul Guvernatorilor a majorat în luna iulie 2008 rata dobânzii minime acceptate la operațiunile principale de refinanțare cu 25 puncte de bază, până la 4,25%.

I.2. Falimentul Lehman Brothers și declanșarea crizei financiare

După colapsul băncii de investiții Lehman Brothers în data de 15 septembrie 2008, turbulențele financiare s-au transformat într-o criză financiară globală care a afectat desigur și zona euro. Creșterea incertitudinii în ceea ce privește sănătatea financiară a băncilor a dus la colapsul activității în marile centre financiare ale lumii. Blocarea activității pieței monetare a dus la o creștere fără precedent a ecarturilor ratelor dobânzilor pe termen scurt. Preferința pentru lichiditate a băncilor s-a amplificat rapid, lucru ce a contribuit, alături de deteriorarea surselor obișnuite de finanțare, la întărirea puternică a condițiilor de creditare.³ În pofida măsurilor adoptate de autoritățile europene, piețele au rămas netransparente, iar riscul asociat acestei lipse de transparență dificil de

³ Sondajele asupra condițiilor de creditare din zona euro.

cuantificat, ceea ce a amplificat criza financiară și a permis trecerea ei în sectorul real al economiei.

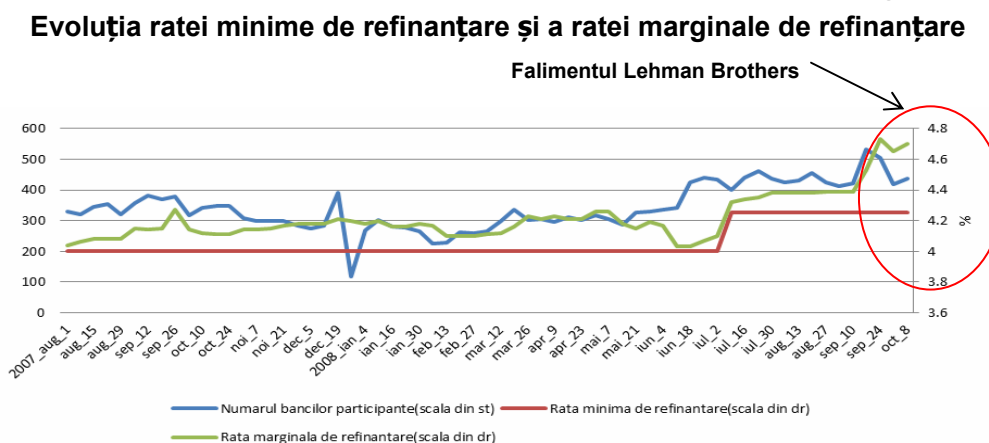
BCE a reacționat imediat la aceste evoluții, reducând rata dobânzii minime la operațiunile de refinanțare și implementând o serie de măsuri destinate îmbunătățirii situației lichidității din sistemul bancar. Ca urmare, rata dobânzii oficiale a fost redusă cu 50 de puncte de bază în luna octombrie 2008. Această decizie a venit și pe fondul reducerii presiunilor inflaționiste înregistrate în perioada anterioară, atât datorită temperării șocurilor de natura ofertei, cât și datorită intensificării crizei financiare care a înrăutățit perspectivele economiei reale. În lunile următoare, BCE a declanșat ciclul de relaxare a ratei dobânzii oficiale astfel că, în doar șapte luni, aceasta s-a redus cu 325 puncte de bază până la nivelul de 1%, nivel nemaiîntâlnit de la formarea zonei euro. În luna octombrie 2008, "Consiliul Guvernatorilor a **adoptat o serie de măsuri neconvenționale** pentru a se asigura că deciziile de politică monetară se reflectă adecvat în condițiile monetare și de credit și pentru a asigura accesul sectorului privat la finanțare dincolo de ceea ce ar putea fi realizat prin reducerea ratei oficiale a dobânzii"⁴.

În aceste condiții, măsurile BCE au vizat reducerea incertitudinii în ceea ce privește accesul băncilor la lichiditatea alocată de către Eurosistem. Având în vedere mecanismul de raționalizare care are loc atunci când banca centrală furnizează lichiditate în cadrul licitațiilor cu rate variabile, o bancă nu este niciodată sigură *ex ante* de volumul lichidității pe care îl va obține. Mai mult, de la declanșarea crizei financiare, volatilitatea și impredictibilitatea ratei marginale la operațiunile principale de refinanțare au crescut, în același timp în care accesul băncilor la lichiditatea din piața interbancară s-a redus. În aceste condiții, cerința mare de lichiditate a determinat băncile să liciteze la rate cât mai ridicate ale dobânzii, ceea ce a dus la majorarea ecartului dintre rata minimă de refinanțare (stabilită de BCE) și rata marginală de refinanțare (rata efectivă la care se împrumută băncile) (figura nr. 7).

Acest ecart, care în perioada preciză se situase în medie la 7 puncte de bază, s-a plasat, începând cu luna august a anului 2007, pe o traiectorie ascendentă și a fluctuat între 4 puncte de bază la începutul perioadei și 48 de puncte de bază în preajma falimentului Lehman Brothers. De asemenea, pe fondul reducerii accesului la finanțare pe piața monetară interbancară, numărul băncilor participante la operațiunile de refinanțare a crescut constant începând cu anul 2008 (figura nr. 7).

⁴ Trichet 2011.

Figura nr. 7



Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

Pe acest fond, la începutul lunii octombrie 2008, Consiliul Guvernatorilor a hotărât să furnizeze lichiditate în volum nelimitat băncilor din zona euro la o rată fixă a dobânzii în cadrul operațiunilor principale de refinanțare. Această măsură a fost destinată îmbunătățirii accesului băncilor la finanțarea pe termen scurt cu scopul de a “menține și a spori disponibilitatea creditului către gospodării și companii la rate accesibile de dobândă⁵”

În același timp, o a doua măsură anunțată a vizat **îngustarea coridorului format din ratele dobânzilor celor două facilități permanente**. În cazul Eurosistemului, aceste facilități au permis băncilor, fie să obțină fonduri suplimentare *overnight*, fie să plaseze *overnight* excesul de fonduri, pentru acest lucru fiind nevoie să suporte o rată de penalizare de +/-50 puncte de bază (față de +/-100 puncte de bază în perioadă anterioară crizei) în comparație cu rata minimă la operațiunile de refinanțare. Această măsură a dorit să îmbunătățească accesul băncilor la finanțare de la banca centrală prin reducerea costului de oportunitate. Totodată, îngustarea coridorului a avut intenția de a consolida transmisia impulsurilor de politică monetară prin restrângerea spațiului de mișcare a ratei dobânzii *overnight* a pieței monetare (EONIA), reducând astfel volatilitatea acesteia față de rata oficială a dobânzii.

Aceste măsuri au fost complementate o săptămână mai târziu de extinderea listei activelor eligibile drept colateral utilizate în operațiunile de refinanțare cu Eurosistemul. Totodată, lista contrapartidelor eligibile a fost și ea extinsă.

De asemenea, licitațiile cu rată fixă și volum nelimitat de lichiditate au fost extinse și în cazul operațiunilor de refinanțare pe termen lung, în paralel cu anunțarea de către BCE a intenției, urmată de implementarea ulterioară a unor

⁵ Banca Centrală Europeană, 2010.

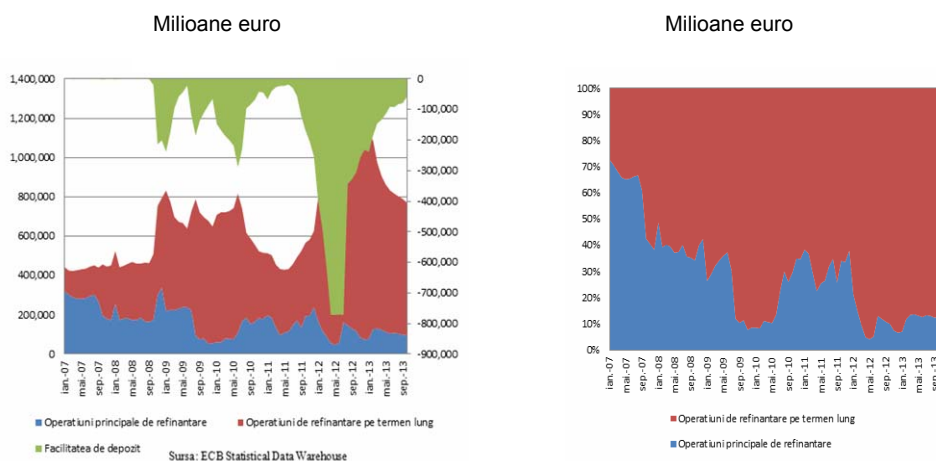
operațiuni suplimentare de refinanțare pe termen lung la maturități de 6 și respectiv 12 luni, în special pentru a atenua necorelațiile pe scadențe dintre activele și pasivele băncilor.

În cele din urmă, în luna mai 2009, **BCE a anunțat un program de achiziționare de obligațiuni garantate emise în zona euro în valoare de 60 miliarde euro**, având în vedere importanța acestor instrumente ca sursă de finanțare în cazul băncilor.

Având în vedere că în cazul licitațiilor cu rata fixa Eurosistemul satisface în totalitate cererea de lichiditate a băncilor, volumul lichidității din sistemul bancar devenind endogen, lichiditatea furnizată a crescut semnificativ în această perioadă. Băncile au solicitat mai multă finanțare decât necesitățile zilnice, lucru care s-a reflectat în utilizarea facilității de depozit începând cu jumătatea anului 2008, în special spre finele perioadei de constituire a rezervelor minime obligatorii, când băncile au satisfăcut aceste cerințe obligatorii. Ca urmare, băncile nu au utilizat lichiditatea în exces pentru a acorda împrumuturi interbancare ci au plasat-o înapoi la BCE, ceea ce a dus la o convergență a ratei dobânzii *overnight* de pe piața monetară (EONIA) cu rata dobânzii la facilitatea de depozit. Totodată, ponderea operațiunilor de refinanțare pe termen lung în totalul operațiunilor de refinanțare a crescut constant de la aproximativ 60% în prima parte a anului 2008 până la 74% în luna ianuarie 2009 și ulterior până la valori apropiate de 90% (figura nr. 8).

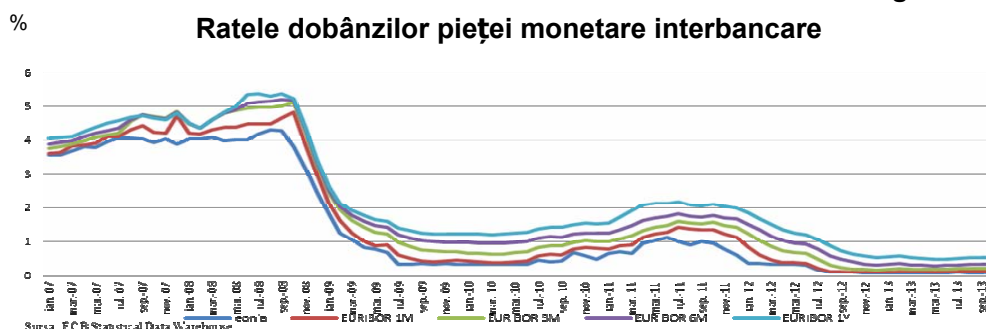
Figura nr. 8

Lichiditatea furnizată de BCE



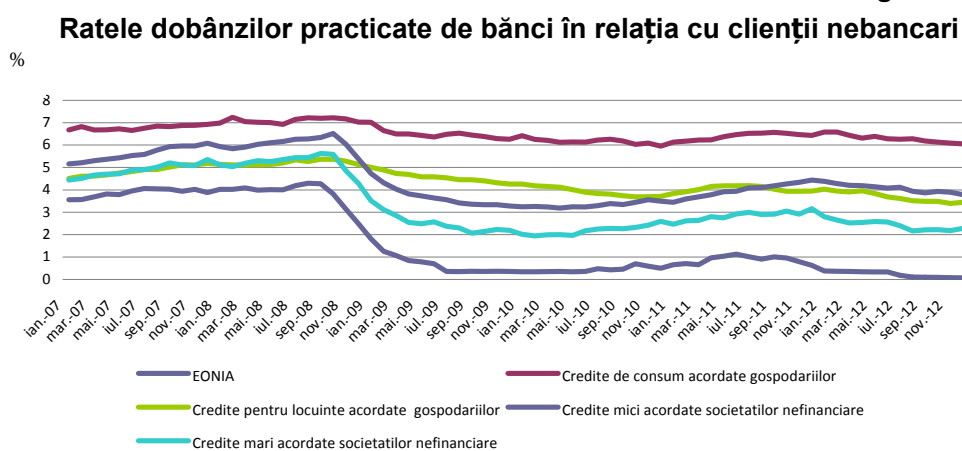
Toate aceste măsuri, dar în special cele care au acomodat cererea sporită pentru lichiditate pe termen lung la rate fixe ale dobânzii, au exercitat o presiune descendentă asupra dobânzilor pe termen scurt pe piața monetară interbancară și, într-o măsură mai redusă, asupra ratelor dobânzii aferente maturităților mai îndepărtate (figura nr. 9).

Figura nr. 9



Începând cu a doua jumătate a anului 2009, evoluțiile înregistrate pe piața monetară s-au mai stabilizat, ceea ce a dus la reducerea ecarturilor dintre ratele dobânzilor pieței monetare interbancare. Ratele dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții nebankari s-au înscris și ele pe o traiectorie descendentă, dar așa cum era de așteptat cu întârziere și într-o măsură mult mai mică în comparație cu ratele dobânzilor pieței monetare (figura nr. 10). Mai mult decât atât, așa cum vom observa în partea a doua a studiului, evoluțiile la nivelul statelor membre au prezentat o heterogenitate ridicată.

Figura nr. 10



Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

Având în vedere relativa îmbunătățire a condițiilor financiare în cursul anului 2009, Consiliul Guvernatorilor a decis, în decembrie 2009, **să nu mai reinnoiască operațiunile de refinanțare cu maturitățile de 3, 6 și 12 luni. De asemenea, în paralel cu reintroducerea licitațiilor cu rate variabile ale dobânzii pentru operațiunile de refinanțare cu maturitatea de 3 luni, lista activelor eligibile pentru operațiunile de refinanțare a fost restrânsă.**

I.3. Criza datoriilor suverane.

În debutul anului 2010, tensiunile au reapărut în unele segmente ale pieței financiare, în particular la nivelul pieței datoriilor suverne. Ecarturile dintre randamentele obligațiunilor guvernamentale ale unor state membre și cele ale Germaniei au început să se adâncească din cauza amplificării incertitudinilor cu privire la sustenabilitatea finanțelor publice, având în vedere majorarea deficitelor și datoriilor guvernamentale.

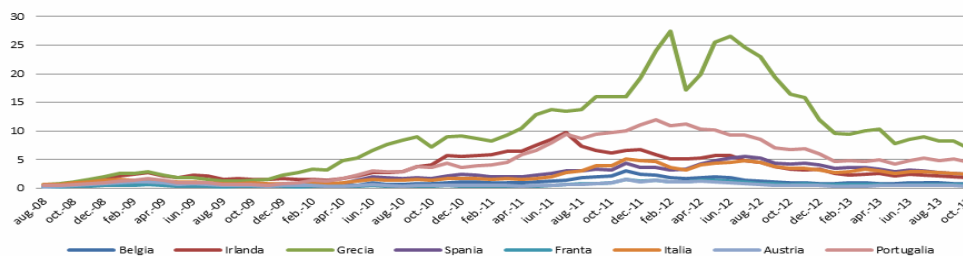
La începutul lunii mai 2010, BCE a anunțat lansarea Programului destinat piețelor titlurilor de valoare. În cadrul acestui program, Eurosistemul a intervenit pe piețele instrumentelor de îndatorare publice și private pentru a reasigura lichiditatea acestor piețe. În conformitate cu prevederile Tratatului, achizițiile de obligațiuni guvernamentale au fost limitate la nivelul piețelor secundare, iar volumul de lichiditate generat de achizițiile de obligațiuni suverane a fost sterilizat în totalitate prin operațiuni de absorbție a lichidității.

Pe lângă această nouă măsură, BCE a reintrodus procedura de licitație cu rată fixă și alocare integrală în cadrul operațiunilor de refinanțare pe termen lung cu scadență la 3 și respectiv 6 luni.

Tensiunile pe piețele obligațiunilor de stat, care inițial au fost limitate la Grecia, Irlanda și Portugalia, s-au extins progresiv începând cu luna iunie 2011 și au cuprins Italia și Spania (figura nr. 11).

Figura nr. 11

Ecarturile aferente obligațiunilor de stat

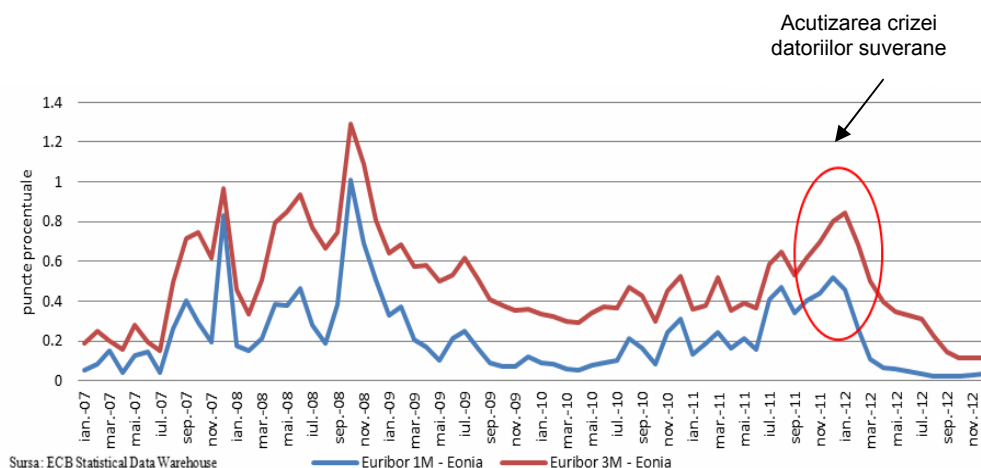


Sursa: Eurostat

Aceste evoluții au reflectat agravarea problemelor fiscale pe fondul deteriorării perspectivelor economice și creșterii incertitudinilor privind modalitățile de acordare de sprijin financiar pentru țările din zona euro care au fost cel mai afectate de criză, inclusiv prin posibila implicare a sectorului privat. Aceste disfuncționalități pe piața obligațiunilor suverane au afectat semnificativ și piața monetară din zona euro (figura nr. 12).

Figura nr. 12

Ecartul ratelor dobânzilor pe piața monetară



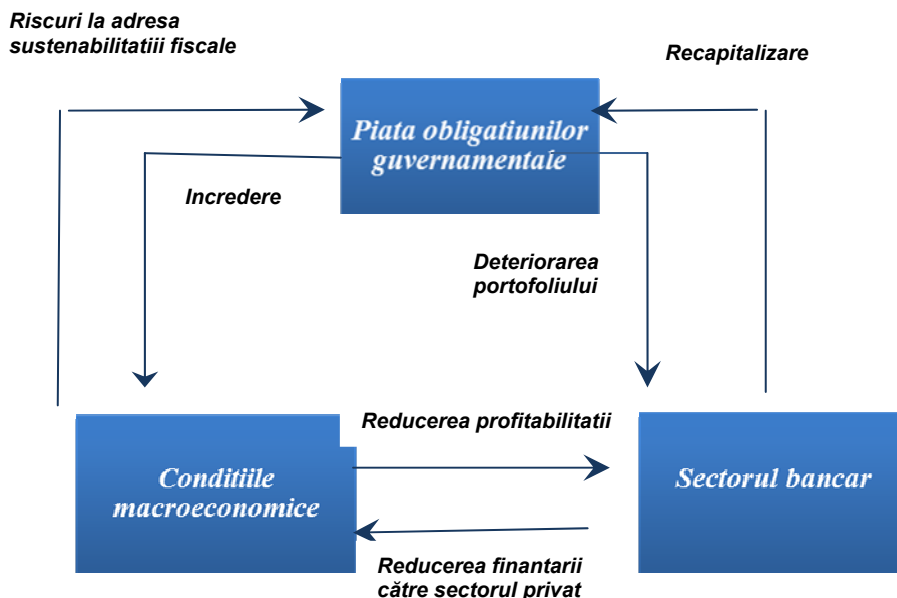
Pentru a calma tensiunile financiare și a preveni răspândirea acestora de la o piață la alta, precum și pentru a stabiliza ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară, în lunile octombrie și respectiv decembrie 2011, **BCE a condus două operațiuni suplimentare de refinanțare pe termen lung cu scadență la 12 luni și 13 luni**. În plus, **a fost anunțat un nou program de achiziționare de obligațiuni garantate** (al doilea după cel din luna mai 2009), care a permis Eurosistemului să achiziționeze obligațiuni garantate de pe piața primară și obligațiuni suverane de pe piața secundară în perioada noiembrie 2011-decembrie 2012.

Deteriorarea continuă a evoluțiilor economice și financiare, precum și legătura destabilizatoare dintre deteriorarea finanțelor publice, recesiunea economică severă și fragilitatea bilanțurilor băncilor a declanșat un cerc vicios între evoluțiile financiare, fiscale și reale care a alimentat riscurile unor scăderi generalizate de prețuri (figura nr. 13).

În toamna anului 2011, stabilitatea sistemului bancar din zona euro a fost supusă unor presiuni tot mai intense, datorate interacțiunilor dintre piața datorilor guvernamentale și sistemele bancare naționale. Scăderea prețurilor obligațiunilor guvernamentale a exercitat un efect negativ asupra bilanțurilor instituțiilor financiare și a erodat baza de capital a acestora, punând astfel la îndoială viabilitatea băncilor într-o serie de state membre ale zonei euro. De asemenea, deteriorarea poziției fiscale a statelor membre a redus posibilitatea intervenției acestora pentru a recapitaliza sistemul bancar. Toate aceste evoluții s-au repercutat asupra disponibilității surselor de finanțare pentru economia reală, atât în ceea ce privește finanțarea directă a acestui sector, cât și finanțarea prin intermediul băncilor.

Figura nr. 13

Cercul vicios dintre sectorul bancar și datoriile suverane



Sursa: BCE (săgețile arată canalul prin care deteriorarea condițiilor dintr-un sector afectează celălalt sector).

Aceste evoluții au determinat Consiliul guvernatorilor să anunțe în luna decembrie 2011, alături de reducerea ratei dobânzii oficiale cu 25 puncte de bază, măsuri suplimentare de îmbunătățire a lichidității pe piața monetară și de sprijinire a activității de creditare a băncilor din zona euro. Mai exact, **BCE a hotărât derularea a două operațiuni de refinanțare pe termen lung cu scadență la 3 ani**, cu opțiunea rambursării anticipate după un an. În plus **rata rezervelor minime obligatorii a fost redusă de la 2% la 1%**.

De asemenea, reapariția disfuncționalităților în procesul de formare a prețurilor pe piața datoriilor suverane în unele state membre, având în vedere importanța acestei piețe în cadrul mecanismului de transmisie, au înrăutățit din nou balanța riscurilor în ceea ce privește inflația și creșterea economică. Pe acest fond, **Consiliul guvernatorilor a decis posibilitatea desfășurării de tranzacții ireversibile pe piața secundară a datoriilor suverane într-un volum nespecificat a priori**. Activarea programului **Tranzacții Monetare Ireversibile (Outright Monetary Transactions)** de către banca centrală a fost condiționată de solicitarea de asistență de către un stat membru precum și de angajarea într-un program ferm de ajustare macroeconomică.

Determinarea afișată la acel moment de către BCE în a pune capăt tensiunilor și disfuncționalităților pieței financiare, precum și anticipațiile pieței că BCE va acționa și nu acțiunea însăși, au dus la calmarea investitorilor și la relativa normalizare a evoluțiilor pe piața datoriilor suverane.

În anul 2013, BCE a continuat promovarea unei conduite acomodative a politicii monetare din dorința de a asigura condiții cât mai stabile pe piața monetară, în vederea stimulării insituțiilor de credit să-și reia rolul fundamental de intermediere financiară. Astfel, în ședința din luna mai 2013, BCE a redus rata minimă la operațiunile de refinanțare cu 25 puncte de bază, iar apoi, două luni mai târziu, a adoptat o manieră explicită de comunicare a evoluției așteptate în viitor a ratei oficiale a dobânzii. În particular, BCE a anunțat că se așteaptă ca rata dobânzii să rămână la un nivel redus pentru o perioadă îndelungată de timp.

Această ultimă măsură a reprezentat o modificare semnificativă de optică în ceea ce privește politica monetară unică, având în vedere că până la acel moment, BCE nu a oferit indicii cu privire la conduita viitoare a politicii monetare. Toate informațiile cu privire la evoluția viitoare a activității economice erau incorporate în acțiunile de politică monetară deja adoptate.

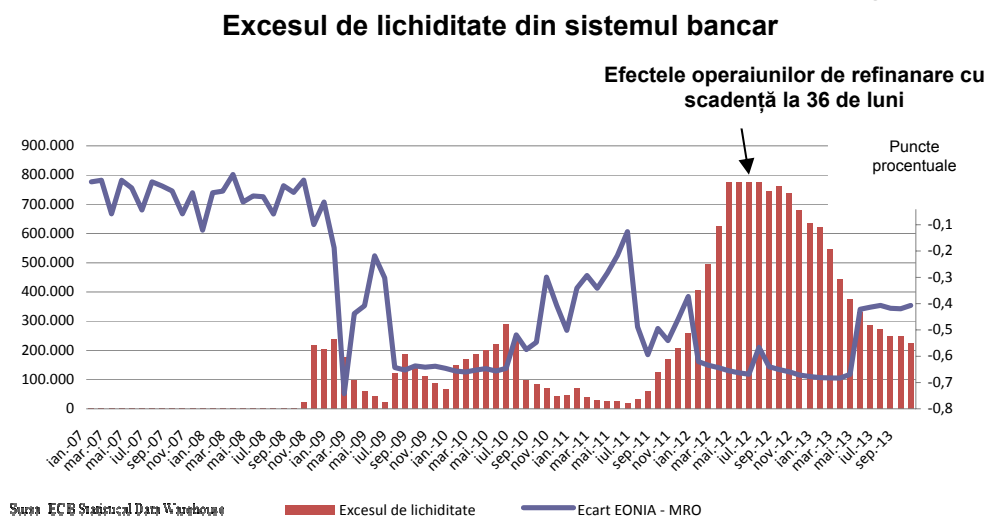
Suplimentarea operațiunilor de refinanțare pe termen lung, în special cele două operațiuni cu scadență la 36 de luni menționate anterior, a dus la majorarea excedentului de lichiditate⁶ din sistemul bancar la un nivel record. Dacă până în anul 2007 lichiditatea în exces s-a menținut aproape de valoarea zero, iar EONIA s-a plasat în imediata proximitate a ratei dobânzii minime la operațiunile principale de refinanțare (MRO), începând cu luna august 2007 injecțiile de lichiditate la rată fixă și alocare integrală au dus la deviații semnificative ale volumului lichidității de la situația de echilibru.

Astfel, creșterea accelerată a excesului de lichiditate din sistemul bancar la debutul anului 2012 a dus la accelerarea dinamicii negative a ecartului EONIA–MRO care s-a plasat în jurul valorii de -60 puncte de bază până spre jumătatea anului 2013, ceea ce a însemnat că rata dobânzii *overnight* pe piața monetară a fost condusă, în mare măsură, de rata dobânzii la facilitatea de depozit care a servit drept prag minim pentru EONIA (figura nr.14).

Preferința pentru lichiditate a băncilor a avut în multe momente un caracter prudentțial, având în vedere că o mare parte a fondurilor împrumutate de bănci în cadrul operațiunilor de refinanțare pe termen lung au fost depozitate în facilitatea de depozit. Începând cu sfârșitul anului 2008, ponderea fondurilor depozitate în facilitate de depozit s-a majorat semnificativ până în jurul valorii de 50%. După o ușoară reducere începând cu jumătatea anului 2009, această pondere a atins valoarea maximă de aproximativ 70% pe parcursul a 7 luni consecutive în anul 2012.

⁶ Excesul de lichiditate din sistemul bancar a fost calculat ca suma între lichiditatea plasată de către bănci în facilitatea de depozit plus rezervele din conturile curente ale băncilor la banca centrală minus rezervele minime obligatorii ale băncilor.

Figura nr. 14



Spre finele anului 2012 și începutul anului 2013, motivul precauționar al cererii de monedă centrală s-a redus, iar cererea de monedă din partea băncilor a fost determinată în special de necesitatea de a substitui finanțarea din piață cu finanțarea de la banca centrală (figura nr. 15).

Figura nr. 15

Ponderea facilității de depozit în totalul operațiilor de refinanțare pe termen lung

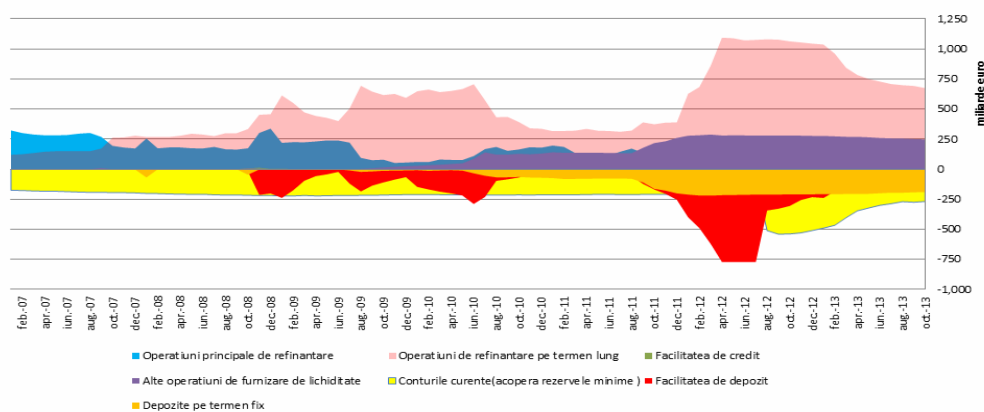


Managementul lichidității efectuat de Eurosistem se reflectă în bilanțul acestuia. O analiză a evoluției mărimii și structurii bilanțului permite conturarea unei imagini edificatoare referitoare la amploarea intervențiilor de furnizare de lichiditate ale băncilor centrale din zona euro. Majorarea fără precedent a mărimii bilanțului Eurosistemului pe parcursul crizei financiare reflectă în principal politica de alocare integrală a sumelor solicitate de bănci la rată fixă în cadrul operațiilor de refinanțare pe termen lung. În această situație, lichiditatea furnizată de Eurosistem a fost determinată exclusiv de cererea băncilor, iar mărimea bilanțului

acestua a devenit endogenă, determinată exclusiv de cerința pentru lichiditate a contrapartidelor. O altă influență asupra dimensiunii bilanțului Eurosistemului l-au exercitat tranzacțiile ireversibile care au fost implemetate începând cu anul 2010. Spre deosebire de lichiditatea injectată în cadrul programului de achiziționare de obligațiuni garantate, lichiditatea rezultată prin programul de achiziționare de obligațiuni de stat de pe piața secundară a fost sterilizată în totalitate (figura nr. 16).

Figura nr. 16

Bilanșul simplificat al Eurosistemului



Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

II. Transmisia politicii monetare a BCE în perioada crizei financiare: canalul ratei dobânzii

Măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate de către BCE pe parcursul crizei financiare au fost concepute având în vedere cadrul instituțional al UEM precum și structura financiară a economiei zonei euro, unde finanțarea economiei reale se realizează în special de către instituțiile de credit.

Cu toate că aceste măsuri au îmbunătățit funcționarea piețelor financiare prin atenuarea constrângerilor de lichiditate cu care s-au confruntat instituțiile de credit și prevenirea unei dezintermedieri dezordonate în economiile din zona euro, efectele lor asupra economiei reale au fost în dese rânduri puse în discuție.

Astfel, deși BCE a reacționat prompt și ferm pentru a adresa disfuncționalitățile piețelor financiare și a limita astfel repercutoarea acestora către sectorul real al economiei, obstacolele apărute în calea impulsului de politică monetară au diminuat influența politicii monetare stimulative promovate de BCE asupra condițiilor de finanțare din economie, ceea ce a dus la perpetuarea reducerii cheltuielilor totale și la majorarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu.

Tensiunile care au caracterizat piața datoriilor suverane, vulnerabilitatea situației financiare a instituțiilor de credit, precum și incertitudinea și perspectivele defavorabile care au guvernat mediul economic în ansamblu au sporit asimetria transmisiei modificărilor ratelor dobânzii de pe piața monetară interbancară către ratele dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții nebankari, conducând la creșterea heterogenității condițiilor de finanțare la nivelul statelor membre.

Astfel, noul mediu economic și financiar a remodelat maniera de propagare a impulsurilor de politică monetară și a sporit inerția ratelor dobânzilor practicate de bănci la ajustările succesive ale conduitei politicii monetare unice.

În general, *pass-through*-ul ratelor dobânzilor în sistemul bancar este influențat de o serie de factori, atât de natură structurală, cât și ciclică. Ratele dobânzilor tind să reacționeze mult mai prompt la semnalele de politică monetară în economiile unde gradul de competiție din sectorul bancar este ridicat, sau unde există surse alternative de finanțare pentru companii și populație. Totodată, întârzierea cu care se ajustează ratele dobânzilor pentru creditele acordate clienților nebankari poate fi rezultatul costurilor generate de asimetria informațională sub forma atât a selecției adverse, cât și a hazardului moral, a costurilor de transfer ale clienților atunci când își schimbă instituția bancară, sau a costurilor de ajustare cu care se confruntă băncile atunci când ratele dobânzii pieței monetare se modifică, în situația în care aceste costuri sunt superioare celor induse de menținerea neschimbată a ratelor dobânzilor.

În același timp, viteza și amplitudinea ajustării ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit sunt influențate și de fazele ciclului economic, având în vedere percepția riscului, evoluția constrângerilor de capital, riscul de credit, disponibilitatea și costul surselor de finanțare și evoluția activității economice. Toți acești factori au exercitat o influență considerabilă asupra condițiilor de creditare la nivelul economiilor zonei euro pe parcursul crizei financiare actuale.

Modelele standard utilizate pentru analiza *pass-through*-ului ratelor dobânzilor consideră ratele dobânzilor pieței monetare ca fiind principalul determinant al ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari, în condițiile în care alți factori cum ar fi riscul de credit, nevoia de capital sau accesul la finanțare sunt tratați ca fiind stabili, exercitând o influență mult mai redusă sau constantă în timp, în cadrul acestui proces.

II.1. Analiza descriptivă a transmisiei politicii monetare.

Transmisia lină a intențiilor de politică monetară este condiționată de comportamentul și dorința băncilor de a se angaja în circulația fondurilor interbancare. Așa cum am arătat în capitolul precedent, în primii ani ai crizei financiare internaționale au existat momente în care dorința băncilor de a se împrumuta reciproc s-a redus semnificativ, ceea ce a dus la slăbirea legăturii dintre rata dobânzii de politică monetară și ratele dobânzilor pieței monetare interbancare. În aceste condiții, costul creditului interbancar, primul pas în transmisia monetară, s-a decuplat de la semnalele transmise de către politica monetară, conducând la o modificare *de facto* a conduitei acesteia, în pofida voinței BCE.

Mai mult, ratele dobânzilor în relația cu clienții nebankari sunt legate de condițiile de refinanțare ale băncilor, care la rândul lor depind de ratele dobânzilor pieței monetare interbancare, fapt ce reiterează importanța acestui prim segment, bancă centrală-piața interbancară în transmisia politicii monetare, având în vedere și importanța ridicată a sistemului bancar în finanțarea economiei zonei euro. În acest sens, ecarturile ridicate observate în prima parte a perioadei supuse analizei între ratele la termen ale dobânzilor și rata dobânzii *overnight* la nivelul pieței monetare semnalizează deteriorarea mecanismului prin care modificările la nivelul ratei dobânzii de politică monetară se transpun în ratele dobânzilor oferite de instituțiile de credit la credite și depozite.

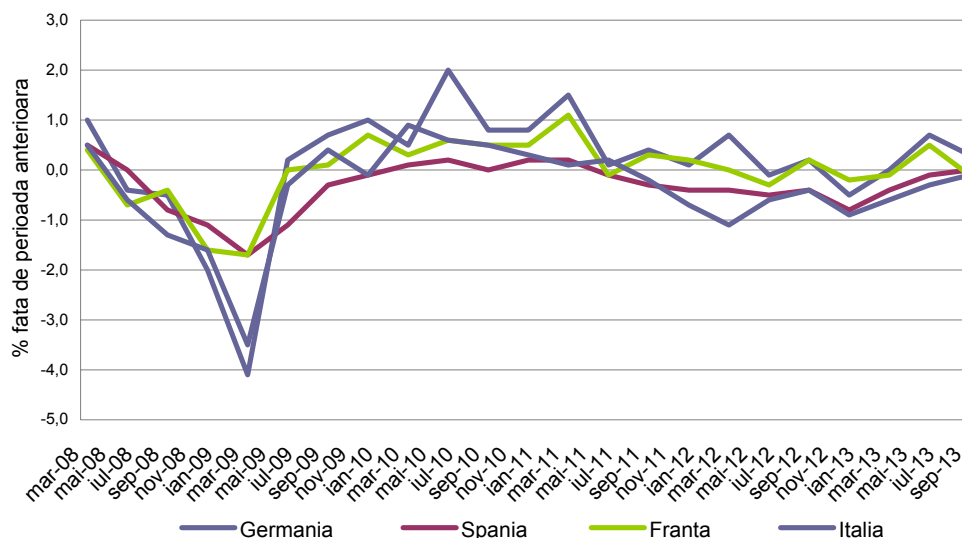
Declanșarea tensiunilor la nivelul pieței datoriilor suverane a exercitat, de asemenea, o influență semnificativă asupra mecanismului de transmisie a politicii monetare, fie prin efectul de valoare de referință pentru prețurile instrumentelor financiare, fie prin deteriorarea poziției bilanțiere și a accesului la finanțare în ceea ce privește instituțiile de credit.

Riscul de credit și aversiunea la risc a instituțiilor de credit au fost amplificate de evoluțiile înregistrate la nivelul economiei reale, având în vedere

menținerea unei dinamici modeste a activității economice și deteriorarea continuă a perspectivelor viitoare (figura nr. 18).

Figura nr. 18

Evoluția PIB real în economiile analizate



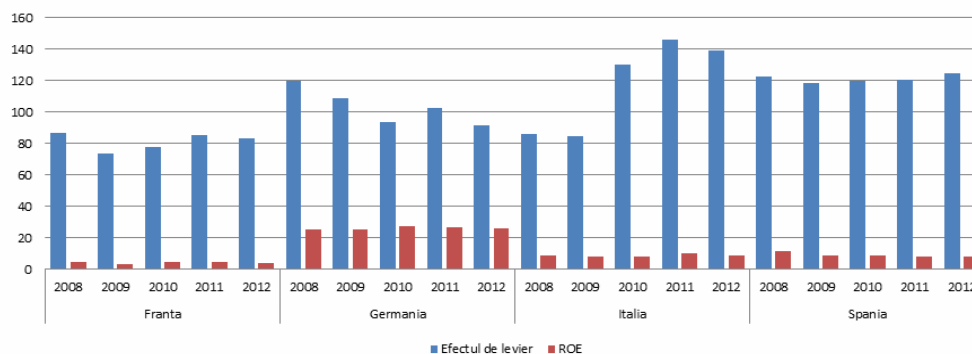
Sursa: Eurostat

Gradul ridicat de îndatorare și profitabilitatea scăzută ale societăților nefinanciare au generat dificultăți în ceea ce privește capacitatea de a satisface serviciul datoriei și totodată de a contracta noi împrumuturi de la instituțiile de credit. În aceste condiții, este foarte posibil ca ratele dobânzilor la credite să manifeste o elasticitate mai scăzută în economiile care prezintă un risc antreprenorial sporit. Astfel, dacă în Germania atât gradul de îndatorare, cât și profitabilitatea societăților nefinanciare au evoluat favorabil începând cu anul 2008, în Italia gradul de îndatorare s-a poziționat pe o traiectorie ascendentă în prima parte a perioadei, plafonându-se ulterior la același nivel cu cel înregistrat în Spania pe tot parcursul perioadei analizate. În același timp, profitabilitatea s-a deteriorat constant în ambele state menționate anterior (figura nr. 19).

În aceste condiții, activitatea instituțiilor de credit a fost grevată de influențe adverse multiple care au dus la deteriorarea calității portofoliului de active și a profitabilității, cu implicații asupra poziției de capital și a capacității acestora de creditare a economiei.

Figura nr. 19

Indicatori de sănătate financiară aferenți companiilor

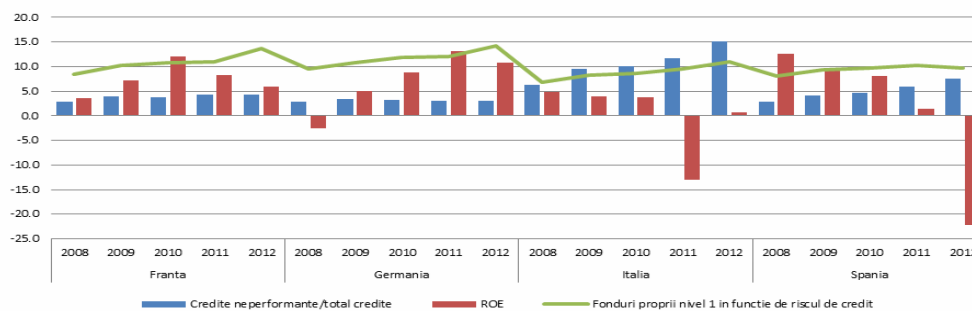


Sursa: FMI, Financial Soundness Indicators

În cazul Spaniei și Italiei și, într-o măsură mai redusă, în cel al Franței, deteriorarea surselor de finanțare și creșterea creditelor neperformante a exercitat o influență negativă asupra profitabilității instituțiilor bancare, evoluții care au dus la declanșarea procesului de dezintermediere financiară destinat ajustării situației bilanțier (figura nr. 20).

Figura nr. 20

Indicatori de sănătate financiară aferenți instituțiilor de credit



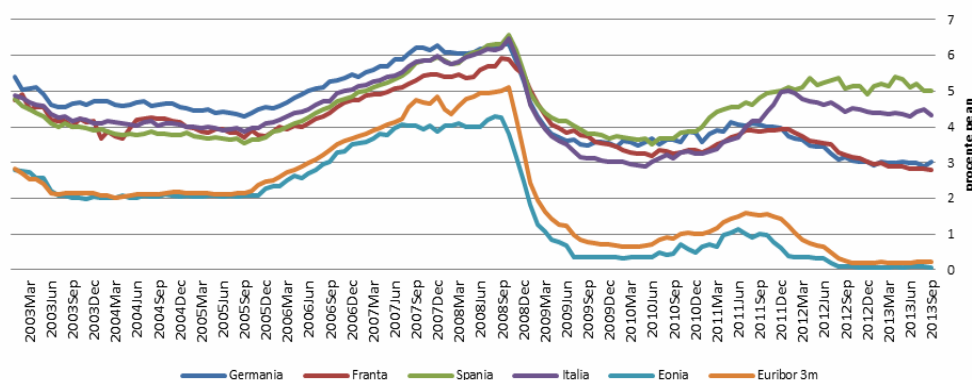
Sursa: FMI, Financial Soundness Indicators

Pe fondul acestor evoluții, factorii de risc care, anterior declanșării crizei financiare, erau considerați staționari au început să afișeze o heterogenitate ridicată în economiile analizate, lucru ce este așteptat să fi contribuit, așa cum am relatat anterior, la majorarea primelor de risc încorporate în ratele dobânzilor. Astfel, odată cu acutizarea tensiunilor pe piața datoriilor suverane, costul creditelor acordate acestei categorii de debitori a afișat traiectorii divergente la nivelul celor patru economii analizate.

În acest sens, deși profilul curbelor ratelor dobânzilor la creditele acordate societăților nefinanciare în cele patru state analizate a fost asemănător în prima parte a perioadei, panta acestora a fost mai accentuată în cazul Germaniei și Franței, sugerând o reactivitate mai ridicată a acestora la conduita acomodativă a politicii monetare unice. Odată cu declanșarea crizei datoriilor suverane și instalarea cercului vicios între sănătatea finanțelor publice, soliditatea instituțiilor de credit și economia reală, ratele dobânzilor în cele patru economii au urmat traiectorii divergente, respectiv scăderi în Germania și Franța, dar majorări în Italia și mai ales în Spania (figura nr. 21). Heterogenitatea acestor dinamici în momentele acute ale crizei financiare validează, încă o dată, pe considerente teoretice, majorarea diferitelor componente ale primei de risc în cazul ultimelor două economii.

Figura nr. 21

Ratele dobânzilor la creditele acordate societăților nefinanciare



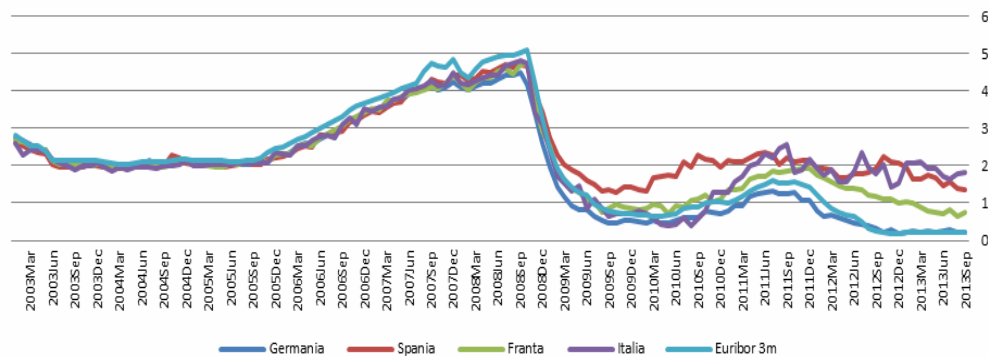
Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

În ceea ce privește evoluția ratelor dobânzilor la depozite, deși judecata a priori ar fi sugerat o senzitivitate ridicată a acestora la relaxarea politicii monetare unice, reflectând dorința instituțiilor de credit de a minimiza pierderile generate de inflexiunea ciclului economic și de reevaluările decedente ale prețurilor activelor, în realitate acest tipar a fost observat doar în prima parte a perioadei analizate. Începând cu anul 2010, evoluția ratelor dobânzilor la depozite în Spania și ulterior în Italia au afișat o inerție ridicată față de cotațiile de pe piața monetară, în divergență cu evoluțiile observate în Germania și Franța, care au rămas cuplate la rata dobânzii pieței monetare interbancare (figura nr. 22).

Menținerea la un nivel mai ridicat și chiar majorarea ratelor dobânzilor la depozite în Italia și Spania poate fi explicată prin dispariția surselor de finanțare cu care s-au confruntat instituțiile de credit din aceste economii pe parcursul crizei financiare, fie că este vorba despre resursele aferente depozitelor tradiționale, titlurilor de valoare emise sau pasivelor externe.

Figura nr. 22

Ratele dobânzilor la depozitele societăților nefinanciare

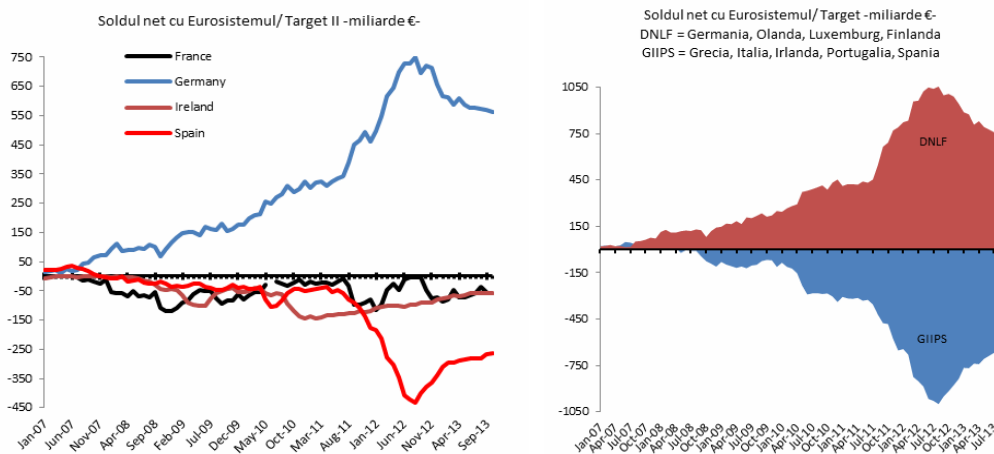


Sursa: ECB Statistical Data Warehouse

Poziția băncilor centrale naționale față de Eurosistem, reflectată în evoluția soldurilor Target II susțin ipoteza exodului de capitaluri către economiile cu fundamente mai bune, în cazul nostru Germania.

Figura nr.32

Soldurile sistemului de plăți TARGET II



Sursa: Euro Crisis Monitor

II.2. Analiza empirică a transmisiei politicii monetare.

Transmisia modificărilor ratei dobânzii de politică monetară către ratele dobânzilor la creditele /depozitele clienților nebancaari, prin intermediul ratelor

dobânzilor pieței monetare interbancare, poate fi analizată empiric prin intermediul unui model de corecție a erorilor de forma:

$$\Delta r = \alpha \Delta r_{t-1} + \beta_1 \Delta mr_t + \beta_2 \Delta mr_{t-1} + \gamma (r_{t-1} - \delta mr_{t-1} - \mu) + \varepsilon$$

unde r reprezintă rata dobânzii la credite/depozite, în cazul de față pentru societățile nefinanciare, mr este rata dobânzii pe piața monetară interbancară, coeficienții β cuantifică *pass-through*-ul pe termen scurt, coeficienții α determină răspunsul ratei dobânzii la credite/depozite la propriile variații, γ este viteza de ajustare către relația de echilibru pe termen lung, δ reprezintă *pass-through*-ul pe termen lung, iar μ este marja dintre ratele dobânzilor la credite/depozite și rata dobânzii de pe piața monetară interbancară. Astfel, această abordare încorporează dinamica pe termen scurt și existența unei stări de echilibru pe termen lung între ratele dobânzilor analizate.

Analizând gradul de corelație dintre ratele dobânzilor pieței monetare interbancare la diferite maturități și rata dobânzii la operațiunile principale de refinanțare stabilită de către BCE, cel mai ridicat nivel de corelație a fost identificat între aceasta din urmă și rata dobânzii pe piața monetară aferentă maturității la trei luni. Astfel, în cadrul analizei, *EURIBOR 3M* a fost asimilată drept rata de referință a pieței monetare interbancare.

Având în vedere faptul că testele de cointegrare nu confirmă existența unei relații de cointegrare - de echilibru pe termen lung - între ratele dobânzilor la credite/depozite și ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară în cazul tuturor celor patru state analizate, iar seriile utilizate sunt staționare doar în primă diferență $I(1)$, pentru a continua demersul cantitativ început, acolo unde am constatat lipsa fenomenului de cointegrare, am folosit un model în prime diferențe, de forma:

$$\Delta r = \alpha \Delta r_{t-1} + \beta_1 \Delta mr_t + \beta_2 \Delta mr_{t-1} + \varepsilon$$

Pentru a evalua impactul crizei financiare și măsura în care conduita acomodativă a politicii monetare s-a transmis asupra ratelor dobânzilor la creditele/depozitele societăților nefinanciare, în baza eșantionului 2003-2007, am realizat o prognoză *out of sample* a evoluției ratelor dobânzilor practicate de societățile nefinanciare în perioada 2008-2013.

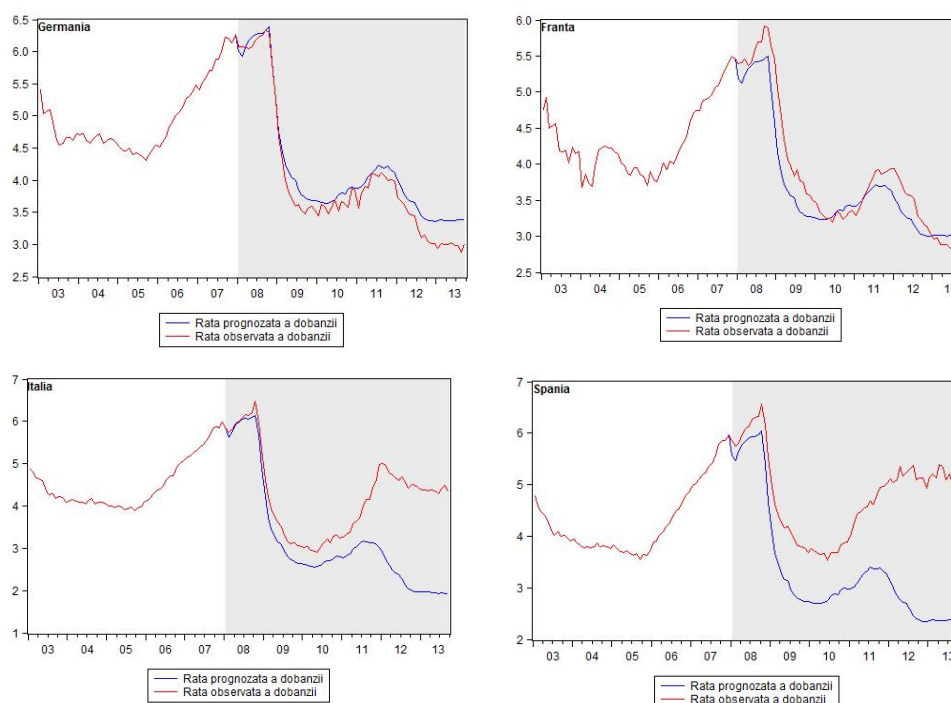
Cu alte cuvinte, ratele dobânzilor la credite/depozite în intervalul 2008-2013 au fost prognozate utilizând *pass-through-ul* care a predominat anterior declanșării crizei financiare internaționale, asumând implicit staționaritatea condițiilor economice, respectiv o primă de risc constantă pe termen lung. În acest caz, ratele prognozate ale dobânzilor subestimează creșterea primelor de risc care a avut loc odată cu declanșarea crizei financiare internaționale, oglindite într-o majorare a ecartului dintre ratele observate ale dobânzilor în perioada 2008-2013 și cele prognozate.

Rezultatele estimărilor surprind creșterea heterogenității ratelor dobânzilor la creditele acordate societăților nefinanciare în perioada crizei financiare la nivelul statelor analizate și validează ipoteza avansată în debutul capitolului potrivit căreia eficiența politicii monetare a fost afectată de către fenomenul de fragmentare observat la nivelul piețelor financiare.

În economiile⁷ cel mai mult afectate de către criza financiară, respectiv Italia și Spania, ratele observate ale dobânzilor au fost semnificativ mai mari decât cele prognozate în baza modelelor standard estimate pentru perioada 2003-2007, sugerând apariția unor prime de risc suplimentare care au afectat transmisia în perioada 2008-2013. Decalajul dintre cele două rate ale dobânzilor s-a majorat semnificativ începând cu sfârșitul anului 2010 și începutul anului 2011, perioadă care a coincis cu acutizarea crizei datoriilor suverane și instalarea cercului vicios amintit (figura nr. 23).

Figura nr. 23

Evoluția ratelor dobânzilor la creditele societăților nefinanciare în cele patru economii analizate



Sursa: autorul

Astfel, în cele două economii menționate anterior, primele de risc mai mari determinate de tensiunile la nivelul pieței datoriilor suverane, de deteriorarea situației financiare a instituțiilor de credit, precum și de dinamica economice modeste și de perspectivele defavorabile, au obstrucționat transmisia monetară și au sporit considerabil inerția procesului de ajustare a ratelor dobânzilor la creditele acordate societăților nefinanciare la ciclul de reducere a ratei oficiale a dobânzii și la amplele măsuri de politică monetară adoptate de către BCE. În

⁷ Este vorba despre cele patru economii analizate în acest material.

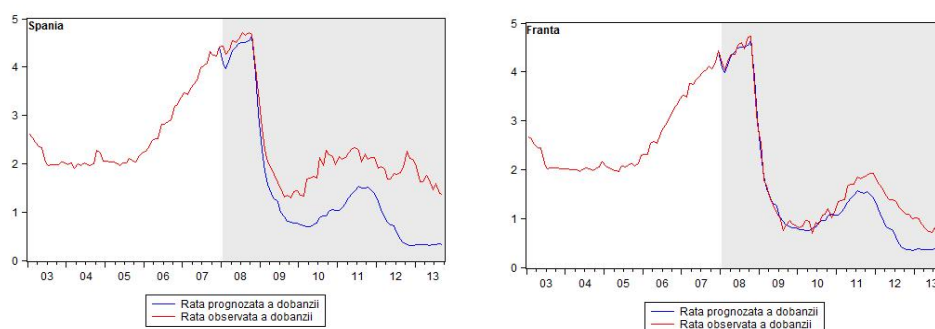
consecință, în ceea ce privește subiectul tratat, viteza și amplitudinea transmisiei impulsurilor de politică monetară prin coridorul ratei dobânzii s-au redus.

În ceea ce privește cazul Germaniei și al Franței, deviațiile ratelor prognozate ale dobânzilor de la cele observate au fost mult mai reduse și stabile, în cazul Germaniei rata observată a dobânzii fiind chiar inferioară celei prognozate. Această superreactivitate a ratelor dobânzilor la credite la amplele măsuri de relaxare monetară derulate de către Banca Centrală Europeană reflectă fundamentele economice mai bune și disponibilitatea ridicată a surselor de finanțare în primul rând în Germania și apoi în Franța. Astfel, evoluțiile menționate anterior care în Italia și Spania au dus la majorarea primelor de risc încorporate în ratele dobânzilor s-au dovedit a fi mai puțin semnificative în cazul Franței și total benigne în cazul Germaniei.

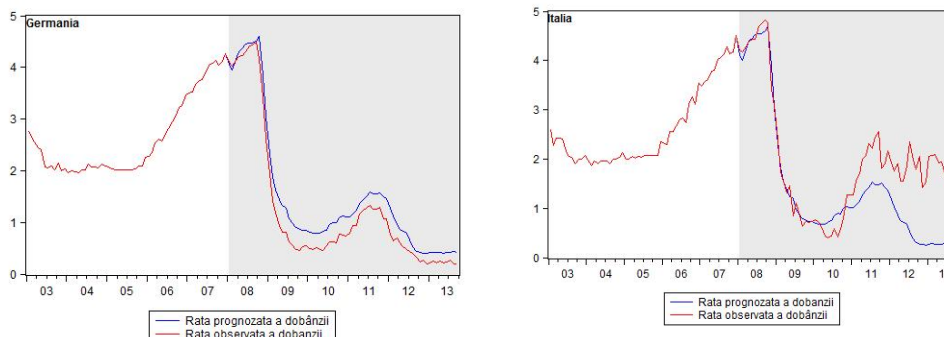
În ceea ce privește evoluția ratelor dobânzilor la depozite, atât în cazul Spaniei și Italiei, cât și într-o măsură mai redusă al Franței, în perioada crizei financiare ratele observate ale dobânzilor s-au plasat la valori superioare celor prognozate, susținând teoria lansată în cadrul analizei descriptive potrivit căreia mișcările de capitaluri dinspre țările aflate la periferia zonei euro către cele aflate în centru ar fi determinat instituțiile de credit ce aparțin primei categorii să mențină un nivel mai ridicat al ratelor dobânzilor decât în condiții normale⁸ (figura nr. 24).

Figura nr. 24

Evoluția ratelor dobânzilor la depozitele societăților nefinanciare în cele patru economii analizate



⁸ Începând cu anul 2010, a fost observată tendința de reducere a împrumuturilor externe și a depozitelor în cazul statelor de la extremitatea zonei euro, inclusiv Spania și Italia.



Sursa: autorul

Având în vedere rezultatele obținute, poate fi concluzionat că odată cu declanșarea crizei financiare internaționale, evoluțiile înregistrate la nivelul sistemului financiar bancar, al economiei reale și al pieței datoriilor suverane au sporit gradul de fragmentare al piețelor financiare la nivelul statelor membre și au deteriorat mecanismul prin care politica monetară transmite semnalele către economia reală.

Deși intervențiile autorității monetare pe parcursul crizei financiare au plasat politica monetară dincolo de limite care nu cu mult timp în urmă păreau de neconceput sau de neatins, în economiile cele mai afectate de către criza financiară, reverberațiile deciziilor de politică monetară dinspre banca centrală către variabila obiectiv și-au redus intensitatea și viteza prin deteriorarea primelor două segmente ale angrenajului monetar : bancă centrală-piață monetară și piață monetară-relația sistemului bancar cu sectorul nefinanciar.

Totodată, a devenit evident că, în ceea ce privește principalul instrument de politică monetară, acesta își pierde potența într-un mediu caracterizat de instabilitate financiară.

Astfel, în pofida amplelor măsuri de stimulare a economiei, la momentul redactării acestei lucrări, rata inflației continuă să gliseze mult sub ținta de inflație, șomajul este la un nivel maxim istoric, iar dinamica economică modestă încă guvernează economiile analizate și zona euro în ansamblu.

Aceste evoluții reflectă constrângerile cu care se confruntă măsurile de politică monetară, fie ele convenționale sau neconvenționale. Constrângerile oglindesc datoriile excesive acumulate de toate sectoarele economiei în perioada premergătoare crizei financiare și procesul de ajustare a bilanțurilor care s-a declanșat inevitabil odată ce faza ascendentă a ciclului economic s-a inversat. Astfel, intervențiile BCE au dorit să prevină declanșarea unei ajustări dezordonate și abrupte a bilanțurilor băncilor și să mențină capacitatea acestora de a finanța economia reală, BCE acționând ca ultimul sector care își mai poate extinde bilanțul în situația în care toate celelalte sectoare sunt supuse presiunilor de a face exact contrariul.

Totodată, ele reamintesc o lecție universal valabilă. În acest sens, nu trebuie uitat că politica monetară este supusă unor limite inerente, iar una dintre limite este reprezentată de faptul că politica monetară nu dispune de pârghiile necesare pentru a trata probleme economice de natură structurală. Normalizarea condițiilor de finanțare și reluarea creșterii economice depind de reformele întreprinse în domeniul politicilor fiscale, macroeconomice și de reglementare, măsuri absolut necesare pentru eliminarea dezechilibrelor acumulate, ruperea cercului vicios economie reală–finanțe publice–stabilitatea sistemului bancar și reamorsarea spiralei creșterii economice.

Concluzii

Criza financiară internațională a sporit heterogenitatea condițiilor economice și financiare la nivelul celor patru economii analizate, ceea ce a deteriorat mecanismul prin care politica monetară unică transmite semnalele către economia reală.

Pentru a prezerva/restitui operaționalitatea mecanismului de transmisie a politicii monetare în aceste circumstanțe excepționale, BCE a introdus o serie de *măsuri neconvenționale de politică monetară*.

Acțiunea BCE s-a reflectat în promovarea unui management activ al lichidității, care a dorit restabilirea bunei funcționări a pieței monetare și menținerea ratei dobânzii la împrumuturile *overnight* pe piața monetară în imediata proximitate a ratei dobânzii oficiale. Măsurile au promovat o ofertă elastică de monedă pentru bănci, acomodând în întregime preferința sporită pentru lichiditate, în principal prin i) extinderea frecvenței și maturității operațiunilor de furnizare de lichiditate, ii) introducerea licitațiilor cu rată fixă și alocare integrală a lichidității solicitate de bănci, iii) extinderea listei activelor eligibile drept colateral utilizate în operațiunile cu Eurosistemul, iv) furnizarea de lichiditate în monedă străină, v) achiziționarea de instrumente de îndatorare publice și private, de pe piața secundară, respectiv de pe piața primară.

Astfel, deși BCE a reacționat prompt pentru a stopa disfuncționalitățile piețelor financiare și a limita astfel riscul trecerii acestora în sectorul real al economiei, obstacolele apărute în calea impulsului de politică monetară au diminuat influența politicii monetare stimulative promovate de BCE asupra condițiilor de finanțare la nivelul economiilor analizate, conducând la o modificare *de facto* a conduitei politicii monetare unice.

În particular, heterogenitatea evoluțiilor observate la nivelul celor patru state analizate, în ceea ce privește pozițiile fiscale și evoluția datoriei suverane, situația financiară a instituțiilor de credit, precum și incertitudinea și perspectivele defavorabile care au guvernat mediul economic în ansamblu, au sporit primele de risc și au determinat creșterea asimetriei transmisiei conduitei acomodative a politicii monetare unice către ratele dobânzilor practicate de bănci în relația cu clienții nebancați.

În egală măsură, aceste evoluții reflectă și constrângerile cu care se confruntă politica monetară însăși. Constrângerile reflectă datoriile excesive acumulate de toate sectoarele economiei în perioada premergătoare crizei financiare și procesul de ajustare bilanțieră care s-a declanșat inevitabil la nivelul tuturor sectoarelor instituționale odată ce faza ascendentă a ciclului economic s-a inversat. Astfel, politica monetară este supusă unor limite inerente, iar una dintre limite este reprezentată de faptul că aceasta nu poate trata probleme economice de natură structurală. Normalizarea condițiilor de finanțare și reluarea creșterii economice depind de reformele întreprinse de state în domeniul politicilor fiscale, macroeconomice și de reglementare, măsuri absolut necesare pentru eliminarea dezechilibrelor acumulate, ruperea cercului vicios economie reală–finanțe publice –stabilitatea sistemului bancar și reamorsarea unei spirale a creșterii economice.

Bibliografie

1. Abbassi P ; Linzert T – *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*, ECB, WP 1328, aprilie 2011;
2. Coeuré B – *Challenges to the single monetary policy and the European Central Bank' response*, Paris, septembrie 2012;
3. *Buletin lunar*, august 2013;
4. Eser F ; Amaro M ; Iacobelli S ; Rubens M –*The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*, BCE, WP 135, august 2012;
5. Giannone D ; Lenza M ; Pill H ; Reichlin L –*The ECB and the interbank market*, ECB, WP 1496, noiembrie 2012;
6. González Páramo J –*The ECB and the sovereign debt crisis*, Madrid, noiembrie 2011;
7. González Páramo J – *The ECB's monetary policy during the crisis*, Malaga, octombrie 2011;
8. Hampell H ; Sorensen K - *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area : crisis induced crunching?*, BCE, 30 noiembrie 2009;
9. Praet P – *Managing financial crises : the role of the ECB*, Viena, mai 2010;
10. Praet P – *Deleveraging and the role of central bank*, Milano, octombrie 2012;
11. Praet P – *Deleveraging and monetary policy*, Berlin, noiembrie 2012;
12. Stark J – *Monetary policy before, during and after the financial crisis*, Frankfurt, 2009;
13. Trichet J C – *The monetary policy of the ECB during the financial crisis*, Montreal, iunie 2011;
14. Whelan K –*Target II and central bank balance sheets*, University College of Dublin, 2012.
15. European Central Bank - Rapoarte anuale 2008 – 2012;
16. European Central Bank - Euro money market survey 2008 – 2012;
17. European Central Bank - Financial stability review 2008-2012;

18. European Central Bank – "The Analysis of the euro money market from a monetary policy perspective", *Buletin lunar*, februarie 2008;
19. European Central Bank – "The New euro area yield curves", *Buletin lunar*, februarie 2008;
20. European Central Bank - "The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility" , *Buletin lunar*, mai 2008;
21. European Central Bank – "The role of bank in the monetary policy transmission mechanism", *Buletin lunar*, august 2008;
22. European Central Bank – "Expectations and the conduct of monetary policy", *Buletin lunar*, mai 2009;
23. European Central Bank – "Monetary policy and loan supply in the euro area", *Buletin lunar*, octombrie 2009;
24. European Central Bank – "Central bank communication in periods of heightened uncertainty", *Buletin lunar*, noiembrie 2009;
25. European Central Bank – "The ECB's monetary policy stance during the financial crisis", *Buletin lunar*, ianuarie 2010;
26. European Central Bank – "The forgotten markets : how understanding money markets helps us to understand the financial crisis", *Buletin de cercetare*, martie 2010;
27. European Central Bank – "The ECB's response to the financial crisis", *Buletin lunar*, octombrie 2010;
28. European Central Bank – "Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro", *Buletin lunar*, noiembrie 2010;
29. European Central Bank – *The monetary policy of the ECB*, 2011;
30. European Central Bank - "Heterogeneity in euro area financial conditions and policy implications", *Buletin lunar*, august 2012;
31. European Central Bank – "Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation".