

Conf. univ. dr. OANA MIONEL

**PIEȚE FINANCIARE
INTERNATIONALE**



EDITURA UNIVERSITARĂ
București, 2014

CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE	9
CAPITOLUL 1	
GLOBALIZAREA PIETELOR FINANCIARE	11
1.1. Mutații pe piața financiară internațională	11
1.2. Vectorii globalizării economico – financiare	15
1.3. Piețele financiare europene ca entitate specială	23
1.3.1. Piețele financiare europene în istorie	23
1.3.2. De ce sunt studiate piețele financiare europene ca entitate specială?	28
1.4. Integrarea piețelor financiare europene	30
1.4.1. Uniunea economică și monetară și integrarea piețelor	31
1.4.2. Guvernanța economică în uniunea economică și monetară	36
1.4.3. De la integrarea producției de cărbune și oțel la integrarea financiară	39
CAPITOLUL 2	
TAXONOMIA PIETELOR FINANCIARE INTERNATIONALE	47
2.1. Conceptul de piețe financiare internaționale	47
2.2. Instrumente financiare specifice piețelor financiare internaționale	49
2.2.1. Instrumente primare	49

2.2.1.1. Acțiuni	50
2.2.1.2. Obligațiuni	63
2.2.2. Instrumente derivate	71
2.2.2.1. Contractele futures	71
2.2.2.2. Contractele options	73
2.2.3. Instrumente sintetice	75

CAPITOLUL 3

CENTRELE FINANCIARE: ORAȘE GLOBALE	78
3.1. Conceptul și structura centrelor financiare	78
3.2. Profilul centrelor financiare	80
3.3. Orașele globale	87
3.3.1. Conceptul și importanța socio-economică a orașului	87
3.3.2. Criterii de analiză a orașului global	90
3.3.3. Dimensiunile orașului global	92
3.3.4. Caracteristicile orașului global	96

CAPITOLUL 4

CENTRE FINANCIARE INTERNAȚIONALE	99
4.1. Centre financiare europene	99
4.1.1. Londra	100
4.1.2. Frankfurt	104
4.1.3. Zurich	108
4.1.4. Varșovia	110
3.2. Centre financiare asiatice	112
4.2.1. Tokyo	112
4.2.2. Hong Kong	116
4.3. Centru financiar american: New York	123

CAPITOLUL 5

INTERMEDIARII FINANCIARI	132
5.1. Instituțiile financiare internaționale	133

5.2. Instituțiile de depozitare	137
5.3. Instituțiile non-depozitare	138
5.4. Agențiile guvernamentale de intermediere	144

CAPITOLUL 6

SUPRAVEGHEREA ȘI REGLEMENTAREA

PIEȚELOR FINANCIARE	146
6.1. Supravegherea și reglementarea	146
6.2. Comisia pentru Valori Mobiliare și Burse	148
6.3. Sistemul de Rezervă Federeală al SUA	150
6.4. Banca Reglementelor Internaționale	152
6.5. Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe	152
6.6. Autoritatea de Supraveghere Financiară	154

CAPITOLUL 7

RISCURILE INVESTIȚIILOR PE PIEȚELE

FINANCIARE INTERNAȚIONALE	157
7.1. Riscul în viziunea investitorilor	157
7.2. Asimetria informației	160
7.2.1. Selecția adversă	163
7.2.2. Hazardul moral	164
7.3. Riscurile investițiilor	165
7.3.1. Informația disponibilă	165
7.3.2. Costurile tranzacției	166
7.3.3. Costul rapoartelor de cercetare	167
7.3.4. Riscul valutar	167
7.3.5. Riscul de lichiditate	167
7.4. Riscuri necontrolabile	168
7.4.1. Riscul modificării politicilor monetare	168
7.4.2. Riscul macroeconomic și riscul politic	168
7.4.3. Riscul modificării regulamentelor și a fiscalității	169
7.4. Riscurile tranzacțiilor financiare online	169

CAPITOLUL 8

RATINGUL ȘI AGENȚIILE DE RATING	172
8.1. Importanța ratingul pe piața financiară	172
8.2. Procesul de notare	174
8.3. Scala de notare	175
8.4. Agențiile de rating.....	176
8.4.1. Standard&Poor's	176
8.4.2. Moody's Investors Service	178
8.4.3. Fitch	180
8.4.4. Agenția Europeană de Rating	181

CAPITOLUL 9

PSIHOLOGIA INVESTITORULUI ÎN PIAȚA FINANCIARĂ

FINANCIARĂ	184
9.1. Rolul psihologiei personalității	184
9.2. Tipologia investitorilor	186
9.2.1. Investitorul apărător	187
9.2.2. Investitorul imitator	188
9.2.3. Investitorul autoritar.....	189
9.3. Factorii determinanți ai succesului unei investiții financiare	190
9.3.1. Disciplina	190
9.3.2. Abordarea deciziilor	191
9.3.3. „Crearea” pieței și stabilitatea emoțională.....	192
9.3.4. Procesarea informației	193
BIBLIOGRAFIE	194

CUVÂNT ÎNAINTE

Globalizarea piețelor financiare, fenomen caracteristic sfârșitului de secol XX, a condus la separarea economiei financiare de economia reală. Fenomenul de globalizare nu s-a produs brusc. Au fost necesare o serie de etape, care, succedându-se, au condus la ceea ce numim astăzi inovații financiare și finanțe comportamentale. În timp, globalizarea mediului financiar a produs *mutații* importante, activitatea pieței internaționale fiind stimulată de combinația dintre cei 3D (dezintermediere, dereglementare, deschidere), dezvoltarea tehnologică (*accesul în timp real la informații*) și inovația financiară. În urma acestei combinații de factori s-a realizat trecerea de la un comportament retras al investitorilor față de activele străine – comportament cauzat de inerențele riscuri de țară și riscuri valutare – la un comportament îndreptat către plăcerea față de risc. De altfel, investitorii privați au început să delege managementul portofoliilor lor către instituțiile financiare, prin intermediul participării la schemele colective de investiții. Aceasta a ajutat la învingerea barierei privind managementul riscului, iar controlul fondurilor a reprezentat scopul diversificării beneficiilor.

Piețele financiare se bucură de interes în lumea afacerilor în măsura în care asigură un cadru organizat pentru realizarea tranzacțiilor și un sistem de principii și norme care să garanteze încheierea și executarea contractelor în condiții de exactitate și corectitudine.

Lucrarea *Piețe financiare internaționale* este dedicată tuturor celor care doresc să descopere lumea fascinantă a mediului financiar, în care se câștigă bani adevărați, mulți, însă cu o singură excepție, să nu pierzi totul în câteva secunde.

Autorul

CAPITOLUL 1

GLOBALIZAREA PIETELOR FINANCIARE

1.1. Mutații pe piața financiară internațională

Globalizarea piețelor financiare, fenomen caracteristic sfârșitului de secol XX, a condus la separarea economiei financiare de economia reală. Fenomenul de globalizare nu s-a produs brusc. Au fost necesare o serie de etape, care, succedându-se, au condus la ceea ce numim astăzi inovații financiare și finanțe comportamentale. În timp, globalizarea mediului financiar a produs *mutații* importante, activitatea pieței internaționale fiind stimulată de combinația dintre cei 3D (dezintermediere, dereglementare, deschidere), dezvoltarea tehnologică (*accesul în timp real la informații*) și inovația financiară. În urma acestei combinații de factori s-a realizat trecerea de la un comportament retras al investitorilor față de activele străine – comportament cauzat de inerentele riscuri de țară și riscuri valutare – la un comportament îndreptat către plăcerea față de risc. De altfel, investitorii privați au început să delege managementul portofoliilor lor către instituțiile financiare, prin intermediul participării la schemele colective de investiții. Aceasta a ajutat la învingerea barierei privind managementul riscului, iar controlul fondurilor a reprezentat scopul diversificării beneficiilor.

Avantajele pieței financiare globale includ alocarea eficientă a resurselor către cele mai bune investiții în termenii combinației randament – risc. Pentru orice nivel al riscului,

investitorii selectează oportunitățile de afaceri cu cele mai înalte randamente, în timp ce pentru orice nivel al randamentului așteptat, investitorii alocă fonduri care aparțin proiectelor cu nivel redus de risc. Într-o piață ideală, deținătorii de capital financiar selectează cele mai bune oportunități de investire indiferent de locație (în interiorul granițelor țării sau în exterior). În acest sens, companiile efectuează cele mai eficiente planuri de afaceri pentru a obține profitul scontat. De acest grad de flexibilitate nu beneficiază doar deținătorii de capital financiar, ci și companiile care se împrumută de fonduri în moneda în care au nevoie, putând apoi să efectueze operațiuni valutare. Primordial pentru mediul financiar internațional este următorul complex de elemente:

1. Regula celor 3D:

- *dezintermedierea*, care a avut ca rezultat trecerea de la un sistem economic în care principalii intermediari în procesul de finanțare erau băncile, la un sistem bazat pe relația directă dintre deținătorii de fonduri și solicitanții lor;

- *dereglementarea*, ce a condus la o creștere a mobilității internaționale a capitalurilor;

- *deschiderea*, constând în extinderea pieței monetare la scară mondială prin compartimentul său de piață valutară, ca urmare a procesului de internaționalizare a economiilor.

2. Dezvoltarea sistemului IT, cea mai importantă schimbare care a avut loc în lumea investițiilor, a oferit investitorilor (persoane fizice), prin accesul la Internet, posibilitatea de a tranzacționa pe cont propriu. În trecut, avantajul de a tranzacționa de-a lungul întregii zile aparținea exclusiv investitorilor instituționali și indivizilor foarte bogați, care aveau acces la consilieri în întreaga lume. În prezent, orice investitor își poate plasa ordinele de cumpărare sau de vânzare 24 de ore din 24, poate obține informații de studiere a pieței de-a lungul întregii zile și poate să identifice și să calculeze

valoarea în continuă mișcare a propriului portofoliu pe tot parcursul zilei și al nopții. Astfel, investitorul solicită tot mai multe informații despre investiții și dorește asigurări pentru ca tranzacțiile sale să fie efectuate corect (Seria Reuters pentru educație financiară, 2000, p. 14). În era globalizării accentul grav cade și pe procesul competitiv dintre marile centre financiare ale lumii, inovație și implantare în străinătate; mai mult, dezvoltarea sistemului IT oferă actorilor pieței mondiale informații în timp real, acestea constituind elementul primordial în procesul decizional; de asemenea, avansul în comunicații și în procesul electronic a condus la o trecere de la comerțul fizic la un sistem de comerț computerizat. Apariția comerțului electronic reduce costurile tranzacției, printr-un sistem de execuție automat - rețelele de comunicare electronică (Electronic Communication Networks - ECNs) – care reduce atât nevoia de interacțiune între părți, cât și timpul de execuție. În plus, tehnologia a fost percepută ca fiind cel mai înalt nivel de accesibilitate la informație, foarte eficientă în elaborarea calculelor necesare pentru stabilirea riscurilor și foarte utilă în evaluarea produselor financiare derivate.

Informația este o componentă importantă a sistemului financiar global. În prezent, Internet-ul oferă accesul în timp real la ultimele știri, prețuri tranzacționate și anunțuri financiare. Prin urmare, nivelul general al informației a crescut. Însă, economiștii și finanțiștii susțin că asimetria informației caracterizează încă piețele financiare prin faptul că unii actori financiari au acces la informațiile din inima companiei. În acest sens, managementul riscului devine mai important într-o piață financiară globală. Metodologia managementului riscului a devenit mai sofisticată iar instituțiile financiare gestionează propriul lor risc și oferă produse derivate pentru a ajuta și alte firme în controlul riscurilor.

3. „Profesionalizarea piețelor” este un proces care amplifică mișcările și tendințele piețelor, având astfel loc o creștere a importanței investitorilor profesioniști care dispun de aceeași informație și au comportamente asemănătoare, iar efectul acțiunii lor putând provoca șocuri, uneori brutale, întrucât toate reacțiile merg deseori în același sens. Rolul băncilor s-a schimbat devenind importante instituții financiare ce stau la dispoziția celor care solicită inovații financiare (operațiuni swap, opțiuni sau combinația „opțiuni asupra tranzacțiilor swap”, denumite swaptions). Asemenea inovații au determinat și o creștere a sensibilității deținătorilor de portofolii față de discrepanțele randamentului anticipat între diferite piețe. În acest sens globalizarea este integrarea activității domestice la nivelul altor țări. Tranzacțiile locale sunt văzute acum în contextul pieței globale financiare.

4. Progresul în teoria și practica finanțelor a rezultat din inovarea instrumentelor financiare, din inovarea produselor derivate și din modul de gândire al jucătorilor financiari. Teoria financiară are ca obiect de studiu explicarea și înțelegerea fenomenelor financiare, iar ca domeniu de investigare, piețele financiare cu ansamblul de decizii financiare la nivel de piață ale operatorilor.

Subiectul comun tuturor acestor progrese îl constituie rolul piețelor – creșterea și dezvoltarea piețelor, competiția și libertatea sporită pe piețe, creșterea eficienței piețelor, creșterea încrederii în forțele și mecanismele pieței, precum și crearea celor mai bune tehnici și instrumente de piață. Interdependența acestor forțe creează un mediu global al creativității și al efervescenței. Piețele financiare au crescut progresiv și au devenit tot mai sofisticate, integrate și eficiente, fenomenul globalizării potențând și mai mult rolul informației în decizia psihoinvestițională a operatorilor financiari.

Participanții la piețele financiare sunt oameni diferiți, cu obiective și viziuni diferite; anumiți investitori de portofoliu au orizonturi de investiție pe termen lung, în timp ce traderii iubesc să profite de diferențele de preț ale activelor financiare existente de-a lungul unei zile. Un impact major al globalizării financiare este reprezentat de faptul că managerii financiar beneficiază de un nivel ridicat al flexibilității în obținerea fondurilor pentru companiile pe care le conduc. De exemplu, o companie poate emite titluri financiare dincolo de granițele unei țări sau, poate să împrumute de pe propria piață dacă dorește să exploateze norocul local, putând apoi realiza un swap de datorii într-o altă monedă dacă preferă acest lucru.

1.2. Vectorii globalizării economico – financiare

Trecerea timpului și-a pus amprenta asupra economiei mondiale prin crearea unui *model nou* compus din *șase principii*, conectate între ele, care programează comportamentul celor șapte miliarde de locuitori ai acestei planete. Noul model de trai al economiei mondiale s-a născut din separarea activității de producție de activitatea de consum. Cu alte cuvinte, se poate spune că s-a trecut de la satisfacerea trebuințelor prin *autoconsum* (satisfacerea trebuințelor prin utilizarea de către purtătorul nevoii a bunurilor produse de el însuși după dorință și posibilități) la satisfacerea trebuințelor prin utilizarea acelor bunuri obținute prin schimb, cumpărare, închiriere, împrumut.

Standardizarea. În general, termenul de standardizare vizează reglementarea tehnică organizată a producției prin specificare, tipizare și unificare pentru a asigura calitatea produselor, economisirea de material și creșterea productivității muncii. Standardizarea s-a născut în urma apariției și dezvoltării societăților industrializate. Industrializarea se referă

la crearea mașinilor de producție bazate pe utilizarea puterii resurselor de muncă neînsuflețite (aburul și electricitatea). Societățile industrializate sau cum mai sunt ele numite societăți "moderne" sau "dezvoltate" au dat startul producției de milioane de produse identice. Unul dintre oamenii care au înțeles importanța standardizării a fost Theodore Vail, președintele companiei *Telephone & Telegraph* (AT & T). Filozofia sa de viață viza sistemul închis, puterea centralizată și un control cât mai mare asupra rețelei de telefonie. Dorința sa de monopol l-a determinat să facă următoarea afirmație: "one system, one policy, universal service". Ideologia sa, care astăzi guvernează lumea telefoniei mobile, a fost numită *vailism*¹.

Un exemplu elocvent de standardizare este redat de Alvin Toffler în lucrarea sa din anul 1980, *Al Treilea Val*. La sfârșitul anilor 1860, Theodore Vail lucra ca funcționar de poștă la căile ferate din Statele Unite ale Americii. Vail a observat că două scrisori care aveau aceeași destinație nu ajungeau niciodată la destinație pe aceeași rută, sacii cu scrisori fiind plimbați uneori săptămâni sau chiar luni de zile, până să ajungă la destinatar. Astfel, Theodore Vail a venit cu ideea dirijării standardizate – toate scrisorile pentru aceeași localitate urmăreau aceeași rută. Din momentul în care a devenit președintele AT & T, a trecut la instalarea unui telefon identic în fiecare casă americană. Standardizarea nu s-a rezumat numai la existența unui telefon identic, ci au fost standardizare componentele telefonului, metodele de lucru și administrație AT & T. În timp, a început la achiziția de mici societăți de telefonie, pledând pentru un "centru al standardizării" care să asigure economii în "construcția de echipamente, linii și conductori, ca și în metodele de exploatare și contabilizare".

¹ http://www.slate.com/articles/technology/technology/2007/11/yes_google_is_trying_to_take_over_the_world.html

Alături de Vail, societatea industrializată a fost standardizată și de Frederick Winslow Taylor (1856 – 1915). F. W. Taylor a devenit autoritatea mondială supremă în materie de management prin lansarea ideii că munca poate fi făcută științific standardizând fazele care reveneau fiecărui muncitor. Taylor a decis că pentru fiecare muncitor există un mod optim (standard) de a face fiecare operație, există un instrument optim (standard) pentru a efectua operația și există un timp prescris (standard) în care să fie executată operația. Managementul științific al lui Taylor a fost văzut ca o formă de inginerie industrială care a organizat activitatea la linia de asamblare Ford.

Gary Hamel, considerat în prezent un guru al curentului de "re-engineering", consideră *Taylorismul* reingineria secolului XXI. Hamel precizează că există trei lucruri fundamentale pe care Taylor ni le-a transmis și care își au un corespondent puternic în viața secolului XXI²:

- "Găsiți cele mai bune practici care există". În prezent, mediul economic și financiar folosește termenul de *benchmark* (valoare de referință);

- "Descompune o activitate în elementele sale constitutive". În prezent, mediul de business utilizează expresia *redesignul afacerii* sau *regândirea afacerii* în care sunt implicate persoane specializate în diagnoza activităților și a profitabilității, oferind soluții de intrare pe alte piețe, crearea de noi produse, etc;

- "Elimină acele lucruri care nu adaugă valoare". În prezent este utilizat termenul de *externalizare*.

În timp, standardizarea s-a extins și a pătruns în toate sectoarele vieții cotidiene: scara de salarizare a fost standardizată la nivel de sector de activitate, împreună cu

² <http://www.ibiblio.org/eldritch/fwt/taylor.html>

veniturile suplimentare și orele de masă; în învățământ au fost elaborate programe analitice standardizate, au fost stabilite principii de repartizare pe clase în școli, metodele de admitere și regulile de atestare a calificării au fost standardizate; mijloacele de informare în masă difuzează aceleași știri, filme și reclame, favorizând astfel uniformizarea; a fost introdusă chiar și o limbă "standard" la nivel internațional, limba engleză.

Specializarea. În sens larg, verbul *a se specializa* poate fi definit prin a se consacra studiului și aplicării unei anumite ramuri din știință, din tehnică etc. *Cu cât elimina diversitatea din limbă, din timpul liber și din stilul de viață, cu atât mai multă nevoie avea Al Doilea Val de diversitate în sfera muncii. Accelerând diviziunea muncii, Al Doilea Val a înlocuit țărănul bun la toate cu specialistul îngust dar pretențios și cu muncitorul care repetă mereu aceeași operație, după modelul lui Taylor*³.

Despre diviziunea muncii reprezintă primul capitol al lucrării *Avuția Națiunilor* în care părintele gândirii economice moderne Adam Smith (1723 – 1790) descrie beneficiile specializării sau diviziunii muncii: *cele mai mari îmbunătățiri ale forțelor productive ale muncii, ca și cea mai mare parte a abilităților, priceperii și judecății cu care acestea sunt orientate sau aplicate, par să fie efectele diviziunii muncii*⁴.

Un exemplu memorabil pentru literatura economică, în ceea ce privește diviziunea muncii, este oferit de Adam Smith. Exemplul vizează modul în care este realizat un ac cu gămălie. Pentru început, Adam Smith precizează faptul că un muncitor neînvățat cu această muncă și neobișnuit cu mecanismele utilizate pentru a realiza un ac, ar reuși poate să facă într-o zi un singur ac cu gămălie. În contrast cu această situație, este

³ Alvin Toffler, *Al Treilea Val*, Editura Politică, București, 1983, pag. 90.

⁴ Adam Smith, *Avuția Națiunilor*, Editura All, București, 2010, pag. 7.

prezentată o situație dintr-o mică manufactură în care erau angajați 10 oameni, în care munca este specializată și divizată în mai multe etape astfel: un muncitor trage sârma, altul o îndreaptă, al treilea o taie, al patrulea o ascute, al cincilea o presează pentru a obține capul, etc. Prin urmare, cei 10 oameni angajați reușeau să realizeze într-o singură zi 48 de mii de ace⁵.

Un alt exemplu interesant legat de diviziunea muncii este prezentat de Henry Ford în autobiografia sa. Astfel, Ford descrie cele 7.882 de operații necesare realizării automobilului său *Model T* din 1908: 949 necesitau "bărbați voinici, apti și perfect integri din punct de vedere fizic", 3 338 necesitau bărbați cu o forță fizică "obișnuită", iar celelalte operațiuni puteau fi executate de "femei și copii mai mari".

În prezent, secolul XXI ne oferă oarecum o altă imagine a vectorului specializare. Putem spune că secolul informației și al vitezei ne obligă să cunoaștem foarte bine domeniul în care activăm sau cu alte cuvinte să fim specialiști, dar ne obligă (în același timp) și să ținem pasul cu tehnologia și informația (toți trebuie să știm să scriem un *e-mail*, să utilizăm motorul de căutare *google*, să știm ce se întâmplă în lumea din jurul nostru.). Cu alte cuvinte, termenii de bază ai secolului XXI sunt *specializarea* și *interdisciplinaritatea*.

Sincronizarea. Sincronizarea este operațiunea prin care două sau mai multe acțiuni, fapte sau evenimente se petrec în același *timp*. Indiferent de tipul de economie (liberă sau planificată), timpul reprezintă bani. Deoarece timpul este o resursă care nu poate fi stocată și pierderea timpului în economie înseamnă pierderea banilor, acestea două au determinat apariția *sincronizării* la nivel de activitate economică modernă. Dacă privim în urmă cu multe sute de ani, în perioada *Primului Val*, putem înțelege că sincronizarea a

⁵ Idem, pag. 8.

existat, iar munca era organizată cu grijă în timp (războiniciei trebuiau să acționeze la unison pentru a-și prinde prada, pescarii trebuiau să-și coordoneze eforturile când lopătau sau când scoteau năvoadele). Se poate spune ca această sincronizare era organică sau naturală. Ea decurgea din ritmul anotimpurilor, din procese biologice, din rotația pământului sau din bătăile inimii⁶.

Perioada celui de-al *Doilea Val* sau perioada mașinistă i-a determinat pe oameni să se sincronizeze în ritmul mașinii. Din momentul în care producția industrială s-a răspândit, costul ridicat al mașinilor și strânsa dependență a muncii au făcut necesară o sincronizare mult mai precisă. Dacă un grup de muncitori dintr-o uzină nu-și îndeplinesc sarcinile la timp, alți muncitori care lucrează în urma celor dintâi, întârziează și mai mult. Astfel, odată cu conceptual de sincronizare s-a născut un alt concept important și anume acela de *punctualitate*. Punctualitatea a devenit o necesitate socială, iar ceasurile de tot felul au început să se înmulțească vertiginos. Astfel, timpul a fost definit ca fiind *tot ceea ce ceasul măsoară*. În perioada mașinistă, în Marea Britanie copiii învățau ceasul de mici, erau obligați să sosească la școală atunci când clopoțelul suna, pentru ca mai apoi să ajungă la fabrică sau la birou atunci când suna sirena. Odată cu ceasul, muncile au fost cronometrate și divizate în faze succesive. Cadrul temporal a milioane de muncitori a devenit *de la nouă la cinci*. Dar nu numai viața profesională a fost sincronizată, sincronizată a fost și viața socială (au apărut pauzele de cafea, vacanțele, concediile, timpul liber, copiii încep și termină școala la o anumită dată, etc.).

În prezent, cu cât studiem mai mult macroeconomia și dezvoltarea piețelor financiare, cu atât suntem mai impresionați

⁶ Alvin Toffler, *op. cit.*, pag. 93.