

**STABILITATEA
FINANCIARĂ**
și
**POLITICA
MACROPRUDENȚIALĂ**



Florian Neagu
Matei Kubinski
Alexie Alupoai



Cuprins

<i>Cuvânt înainte</i> de Academician Daniel Dăianu	19
<i>Introducere</i>	23
Capitolul I	
STABILITATEA FINANCIARĂ ȘI CRIZELE FINANCIARE	31
1. Ce este stabilitatea financiară?	32
2. O scurtă istorie a crizelor financiare	38
Panica din 1907	40
Marea Criză Economică din 1929–1933	41
Manifestarea efectelor Marii Crize Economice în Europa și România	42
3. Comportamentele iraționale – cauzele principale ale crizelor financiare	44
Efectul de turmă și creșterea excesivă a creditării	44
Lăcomia și formarea bulelor speculative	45
Panica și retragerile masive ale depozitelor (<i>bank run</i>) ...	47
Falimentele din domeniul cripto-activelor	50
4. Tipologia crizelor financiare	51
Crizele exogene sistemului financiar	52
Crizele valutare	52
Criza Mecanismului Cursurilor de Schimb (ERM) ..	53
Reformele monetare din România	55
Crizele inflaționiste	56
Hiperinflația din Germania și Ungaria	57
Crizele de întrerupere a fluxurilor de capital (<i>sudden stops</i>)	59
Criza financiară asiatică	60
Crizele datoriilor publice sau private	62
Falimentele suverane ale Argentinei	63
Criza datoriilor suverane din zona euro	64
Crizele endogene sistemului financiar	68
Crizele cauzate de creditarea excesivă	68
Criza financiară globală	71

Crizele de lichiditate	73
Falimentul <i>Long-Term Capital Management</i> (LTCM)	74
Falimentele bancare din SUA în 2023	75
Crizele de hazard moral (<i>Too Big To Fail</i>)	78
Criza financiară globală și instituțiile de importanță sistemică	80
Dificultățile Credit Suisse și preluarea de către UBS	80
5. Falimentele bancare din România postdecembristă	83
6. Costurile crizelor financiare	89
7. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	94
Principalele idei ale capitolului	94
Întrebări deschise	95
Întrebări grilă	96
Probleme propuse spre rezolvare	96
Bibliografia capitolului I	98

Capitolul II

CUM SE MENȚINE STABILITATEA FINANCIARĂ

1. Politica macroprudențială: mijloc principal de menținere a stabilității financiare	102
2. Obiectivul final al politicii macroprudențiale, obiectivele intermediare și instrumentele macroprudențiale	105
Obiectivul final al politicii macroprudențiale	105
Etapele implementării politicii macroprudențiale	107
Identificarea și evaluarea riscurilor sistemice	107
Selectarea și calibrarea instrumentelor macroprudențiale care vor fi folosite pentru a gestiona riscul sistemic identificat	107
Punerea în aplicare a instrumentelor macroprudențiale	108
Evaluarea măsurilor adoptate	109
Obiectivele intermediare ale politicii macroprudențiale ...	111
3. Instrumentele macroprudențiale	113
Instrumente privind creditarea și îndatorarea	113
Amortizorul anticiclic de capital (<i>CCyB – Countercyclical Capital Buffer</i>)	113
Cerințele de capital la nivel sectorial (<i>sectoral capital requirements</i>)	114
Indicatorul efectului de pârghie macroprudențial (<i>leverage ratio</i>)	114
Cerințele macroprudențiale privind debitorii	115
Instrumente privind lichiditatea	115
Ajustarea macroprudențială a indicatorului de lichiditate	116

Cerințele macroprudențiale privind sursele de finanțare	117
Limita macroprudențială neponderată aplicată finanțării mai puțin stabile	117
Cerințele privind marjele și factorii de ajustare	119
Instrumente privind concentrarea expunerilor	119
Instrumente pentru limitarea hazardului moral	120
Instrumente privind reziliența infrastructurilor financiare ..	120
Amortizorul de capital pentru risc sistemic structural (SyRB – <i>Systemic Risk Buffer</i>)	120
Cerințele privind marjele și factorii de ajustare pentru compensarea prin contrapărțile centrale	121
Noi instrumente potențiale pentru noi provocări macroprudențiale	123
4. Politica macroprudențială: sinergii și conflicte cu alte politici ale autorităților	124
Politica macroprudențială <i>versus</i> politica monetară	125
Politica macroprudențială <i>versus</i> politica microprudențială	127
Politica macroprudențială <i>versus</i> politica fiscală	128
Diferențele dintre evoluția ciclului financiar și ciclul economic – cauză a sinergiilor și conflictelor între politici	129
5. Autoritatea macroprudențială: instituția care implementează politica macroprudențială	132
Posibile soluții de arhitecturi instituționale privind autoritatea macroprudențială	132
Comitetul Național pentru Supravegherea Macroprudențială	136
6. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	138
Principalele idei ale capitolului	138
Întrebări deschise	139
Întrebări grilă	139
Bibliografia capitolului II	141

Capitolul III

MONITORIZAREA RISCURILOR LA ADRESA STABILITĂȚII FINANCIARE

1. Ce este riscul sistemic?	144
Definirea conceptului de „risc sistemic“	145
Rolul riscului sistemic în monitorizarea stabilității financiare	147
2. Noțiuni de statistică și econometrie pentru monitorizarea riscului sistemic	149
Elemente de teoria probabilităților	150

Regresia pe cuantile	155
Modele de estimare a volatilității	163
Modele de avertizare timpurie (<i>Early Warning</i>)	169
3. Indicatori compoziți pentru măsurarea riscului sistemic ..	178
Indicatori bazați pe informații din piețele financiare	179
Indicatorul CISS (<i>Composite Indicator of Systemic Stress</i>)	180
Indicatorul CoVaR (<i>Conditional VaR</i>)	182
Indicatorul SRISK	184
Indicatori bazați pe modele de avertizare timpurie (EWS)	185
Indicatorul d-SRI (<i>domestic Cyclical Systemic Risk Indicator, BCE</i>)	186
Barometrul de Vulnerabilități (Banca Centrală a Canadei)	188
Indicatori privind conduita sectorului financiar	191
Indicatorul NFCI (<i>National Financial Conditions Index, FED</i>)	191
Indicele GaR (<i>Growth-at-Risk</i>)	193
4. Indicatori pentru monitorizarea principalelor riscuri sistemice	196
Sectorul macroeconomic	196
Sectorul bancar	198
Riscul de credit	200
Riscul de lichiditate	203
Riscul de contagiune	205
Riscul de concentrare	208
Sectorul financiar nebancaar	209
Sectorul imobiliar	212
Sectorul companiilor nefinanciare	215
Sectorul populației	220
Sectoare afectate de schimbările climatice	223
5. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	226
Principalele idei ale capitolului	226
Întrebări deschise	229
Întrebări grilă	229
Probleme propuse	230
Bibliografia capitolului III	232

Capitolul IV

TESTAREA LA STRES

1. Ce sunt exercițiile de testare la stres?	236
Definiția testării la stres și mecanismul de funcționare ...	236
Entitatea supusă investigării	237

Scenariile folosite pentru testare	237
Modelele care translatează șocurile descrise în scenarii asupra entităților supuse analizei	237
Rezultatele testării la stres.	238
Tipologia exercițiilor de testare la stres	238
După tipologia bazelor de date utilizate	238
Abordarea pe baza datelor bilanțiere	238
Abordarea pe baza informațiilor de piață	239
După entitatea care derulează testul de stres	241
Testare de tip <i>top-down</i>	241
Testare de tip <i>bottom-up</i>	242
După nivelul testării	242
Testarea la nivel macroprudențial	242
Testarea la nivel microprudențial	244
Utilizarea rezultatelor testelor la stres	245
2. Identificarea vulnerabilităților și stabilirea scenariilor de stres	247
Vulnerabilități și scenarii privind testarea la stres a solvabilității	247
Vulnerabilități și scenarii privind testarea la stres a lichidității	251
3. Testarea la stres a solvabilității bancare	255
Riscul de credit	257
Teste de stres bazate pe analize de sensibilitate	257
Teste de stres bazate pe scenarii	259
Estimarea probabilității de nerambursare (PD) ...	260
Estimarea pierderii în caz de nerambursare (LGD)	261
Estimarea volumului creditelor neperformante ...	262
Modelul-satelit de prognozare a creditului nou ...	263
Riscul de piață	264
Riscul de rată a dobânzii	264
Riscul de curs de schimb	266
Riscul operațional	267
4. Testarea la stres a lichidității bancare	270
Teste de retragere a finanțărilor	271
Teste de adecvare a lichidității pe benzi de scadență ...	274
Teste cu integrarea șocurilor de solvabilitate și lichiditate	275
5. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	279
Principalele idei ale capitolului	279
Întrebări deschise	280
Întrebări grilă	281
Probleme propuse spre rezolvare	282
Bibliografia capitolului IV	282

Capitolul V

CONDUITA POLITICII MACROPRUDENȚIALE	285
1. Cum se definește conduita politicii macroprudențiale?	286
2. Elementele constitutive ale conduitei politicii macroprudențiale	288
Riscul sistemic agregat	288
Reziliența sectorului financiar	289
Impactul politicii macroprudențiale	290
3. Evaluarea conduitei politicii macroprudențiale – de la teorie la practică	293
Abordarea bazată pe modelul <i>Growth-at-Risk</i> (GaR)	293
Aplicarea metodologiei GaR în cazul României	297
Abordări structurale privind evaluarea conduitei macroprudențiale	301
4. Despre consistență și optimalitate în conducerea politicii macroprudențiale	307
Inconsistența temporală și politicile economice	308
Un model simplu pentru studiul interacțiunii politicilor monetare și macroprudențiale	312
Optimizarea deciziei de politică macroprudențială printr-un joc Barro–Gordon	317
5. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	328
Principalele idei ale capitolului	328
Întrebări deschise	330
Grile propuse spre rezolvare	330
Probleme propuse spre rezolvare	331
Bibliografia capitolului V	331

Capitolul VI

INSTRUMENTE MACROPRUDENȚIALE PRIVIND DEBITORII	333
1. Trăsături generale și particulare ale instrumentelor macroprudențiale privind debitorii (BBM – Borrower-Based Measures)	334
De ce este nevoie de instrumente macroprudențiale pentru a proteja debitorii?	334
Tipuri de instrumente privind debitorii și mecanisme de transmisie	338
Mecanismul de transmisie prin care BBM contribuie la realizarea obiectivelor	340
Implementarea instrumentelor macroprudențiale privind debitorii	343

Când este necesară implementarea sau recalibrarea BBM?	343
Provocări în implementarea BBM	343
Implementarea BBM: reglementare obligatorie sau cerință facultativă?	344
Interacțiunea BBM cu alte politici financiare	345
2. Limitarea gradului maxim de îndatorare	347
Definiție și mecanism de funcționare	347
Mecanism de funcționare	348
Indicatori pentru activarea și dezactivarea instrumentului	348
Optimizarea eficienței și eficacității instrumentului	350
Eficiența și eficacitatea DSTI. Cazul României	352
Practica națională și internațională în utilizarea instrumentului	353
Valori DSTI	353
Criterii de diferențiere DSTI	354
3. Raportul dintre credit și bunul achiziționat prin credit (LTV – Loan-to-Value)	356
Definiția și rolul instrumentului în atingerea obiectivului macroprudențial	356
Rolul instrumentului LTV în realizarea obiectivelor macroprudențiale	357
Indicatori pentru activarea și dezactivarea instrumentului	357
Practica națională și internațională în utilizarea instrumentului	360
O singură cifră, fără excepții	361
LTV diferențiat în funcție de destinația proprietății achiziționate prin credit ipotecar	362
LTV în funcție de valoarea și/sau numărul de proprietăți	363
Alte opțiuni	363
4. Limitarea maturității	365
Definiție și mecanism de funcționare	365
Practica națională și internațională în utilizarea instrumentului	366
Limitarea maturității pentru creditele ipotecare	366
Limitarea maturității pentru creditele de consum	368
5. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	370
Principalele idei ale capitolului	370
Întrebări deschise	371
Întrebări grilă	372
Probleme propuse spre rezolvare	373
Bibliografia capitolului VI	374

AMORTIZORUL ANTICICLIC DE CAPITAL (CCyB) ... 375

1. Cadrul de reglementare pentru implementarea amortizorului anticiclic de capital	376
Cadrul legal referitor la introducerea amortizorului anticiclic de capital	377
Schema de calibrare a amortizorului anticiclic de capital	379
2. Filtrarea ciclului financiar conform Recomandării CERS ...	381
Elemente conceptuale cu privire la filtrul Hodrick–Prescott	381
De la filtrul Hodrick–Prescott bilateral la formalizarea unei abordări unilaterale	385
Ipoteze cu privire la durata ciclurilor și calibrarea parametrului de netezire	390
3. Filtrarea ciclului financiar și calibrarea amortizorului anticiclic de capital	395
4. Extensii ale cadrului standard de filtrare a ciclului financiar: filtrul Hamilton	401
Formularea filtrului Hamilton	401
Utilizarea filtrului Hamilton pentru calibrarea amortizorului anticiclic de capital în cazul României	402
5. Experiența internațională în implementarea amortizoarelor anticiclice de capital	405
6. Abordări alternative cu privire la calibrarea amortizorului anticiclic de capital	411
Abordarea bazată pe indicatori suplimentari	412
Abordarea bazată pe o rată neutră pozitivă a amortizorului anticiclic de capital	415
Metodologii alternative pentru reducerea sau eliberarea amortizorului anticiclic de capital	419
Noi abordări pentru calibrarea amortizorului anticiclic de capital	422
7. Evaluarea efectelor ce decurg din introducerea amortizorului anticiclic de capital	426
8. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	429
Principalele idei ale capitolului	429
Întrebări deschise	431
Grile propuse spre rezolvare	431
Probleme propuse spre rezolvare	432
Bibliografia capitolului VII	432

AMORTIZOARELE DE CAPITAL STRUCTURALE (G-SII/O-SII ȘI SyRB)

(G-SII/O-SII ȘI SyRB)	435
1. Definirea obiectivelor amortizoarelor de capital structurale	436
2. Cadrul legal de implementare a amortizoarelor de capital structurale	438
De la Basel III la cadrul european CRD IV/CRR	438
Cadrul de implementare a amortizorului pentru instituții de importanță sistemică (G-SII/O-SII)	439
Cadrul de implementare a amortizorului pentru riscul sistemic (SyRB)	441
Modificările cadrului de reglementare privind amortizoarele structurale introduse de CRD V/CRR II	443
3. Mecanismul de transmisie al amortizoarelor de capital structurale	446
4. Indicatori pentru activarea sau dezactivarea instrumentelor	449
Metodologia de identificare a instituțiilor de importanță sistemică	449
Indicatorii utilizați în activarea amortizorului pentru riscul sistemic (SyRB – <i>Systemic Risk Buffer</i>)	452
5. Metode de calibrare a amortizoarelor de capital structurale	456
Calibrarea amortizorului pentru instituțiile de importanță sistemică	456
Metoda intervalelor (<i>bucketing approach</i>)	457
Metoda interpolării liniare (<i>proportional approach</i>) ...	458
Metoda impactului așteptat egal (<i>Equal Expect Impact sau EEI</i>)	459
Metoda estimării avantajelor privind costurile de finanțare (<i>funding cost advantages</i>)	462
Calibrarea amortizorului pentru riscul sistemic	463
6. Experiența internațională a utilizării instrumentelor de capital structurale	466
Identificarea instituțiilor de importanță sistemică globală (G-SIB)	466
Utilizarea amortizorului pentru alte instituții de importanță sistemică (O-SII) în UE	467
Utilizarea amortizorului pentru riscul sistemic (SyRB) în UE	470
7. Implementarea amortizoarelor de capital structurale în România	474

8. Evaluarea eficienței și eficacității amortizoarelor de capital structurale	480
9. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	483
Principalele idei ale capitolului	483
Întrebări deschise	486
Întrebări grilă	486
Probleme propuse spre rezolvare	487
Bibliografia capitolului VIII	488

Capitolul IX

RECOMANDĂRI ȘI AVERTISMENTE ALE AUTORITĂȚILOR MACROPRUDENȚIALE

1. Recomandări și avertismente emise de Comitetul European pentru Risc Sistemic (CERS)	493
Gestionarea riscurilor provenind din piața imobiliară	493
Piața imobiliară rezidențială (RRE – <i>Residential Real Estate</i>)	493
Piața imobiliară comercială (CRE – <i>Commercial Real Estate</i>)	498
Subsistemul financiar nebancar	500
Fondurile de piață monetară și gestionarea lichidității	500
Contrapărțile centrale și apelurile în marjă	502
Fondurile de investiții și gestionarea lichidității	504
Fonduri de investiții cu expuneri ridicate pe datorii neguvernamentale	504
Fonduri de investiții cu expuneri semnificative față de bunurile imobiliare	505
Riscul cibernetic	506
Sustenabilitatea evoluțiilor bilanțiere ale băncilor	509
Finanțarea instituțiilor de credit	509
Creditarea în valută	511
2. Recomandări emise la nivel național	513
Ameliorarea sănătății financiare a companiilor	513
Creșterea sustenabilă a intermedierei financiare	516
Finanțarea verde și securitatea energetică	519
Finanțarea domeniului agroalimentar și securitatea alimentară	524
Recalibrarea programului „Prima Casă”	526
3. Concluzii, probleme și întrebări recapitulative	530
Principalele idei ale capitolului	530
Întrebări deschise	531
Întrebări grilă	531
Bibliografia capitolului IX	532

<i>Indice de termeni și autori</i>	537
--	-----

Cuvânt înainte

Îi cunosc de ani buni pe autorii volumului *Stabilitatea financiară și politica macroprudențială*, Florian Neagu, Matei Kubinski și Alexie Alupoai. Când am fost rugat să aștern câteva rânduri despre această apariție editorială, nu am șovăit, din mai multe motive.

În primul rând, întrucât autorii îmbrățișează o paradigmă de înțelegere a faptelor economice care a fost validată și de criza financiară globală ce a izbucnit în 2008. Dereglementarea financiară inițiată cu Big Bang-ul în *city*-ul londonez în anii '80 și continuată în SUA prin eliminarea legislației Glass-Steagall a pus semințe pentru și a alimentat criza amintită. Aceasta ar fi fost un veritabil dezastru economic și social-politic dacă guverne și bănci centrale nu ar fi intervenit prin asistență financiară și injecții masive de lichiditate. În fapt, au fost socializate pierderi colosale înregistrate de bănci ca urmare a nebuniei financiare, a utilizării de produse toxice și a speculațiilor. În Irlanda, de pildă, preluarea la datoria publică a putregaiului din bilanțurile principalelor bănci comerciale a făcut ca deficitul bugetar într-un an să treacă de un neverosimil 30% din PIB. Și exemplele pot continua. Este drept că aceste intervenții au avut și efecte rele, între care și hazardul moral, creșterea de datorii publice, dar orice are un cost în viața economică. Iar compromisurile (*trade-offs*) sunt inerente alegerilor în politica economică.

Dereglementarea a condus în mod inexorabil la un nou episod de „avânt și prăbușire“ de amploare. Este bine să remarc aici marea dispută privind funcționarea piețelor financiare – „piețe financiare eficiente“ (*efficient markets hypothesis*), ipoteza sugerată de Eugene Fama cu decenii în urmă vs „ipoteza instabilității financiare“ a lui Hyman Minsky, acesta din urmă mergând pe un traseu inițiat de figuri ilustre ale gândirii economice, Irving Fisher și John Maynard Keynes, în perioada interbelică din secolul trecut. Keynes vorbea de *animal spirits* în piețele financiare, de excese iraționale, „echilibre multiple“ în economie și nevoia de intervenții de stabilizare. Într-o nouă ediție a acestui volum ar fi bine ca autorii

să stăruie pe această mare controversă, alături de studiile menționate de ei în volum, atunci când se vorbește despre tipologia crizelor financiare. Eu le-aș mai recomanda studenților și celor interesați lucrări de referință privind istoria crizelor financiare semnate de Charles Kindleberger. Și nu i-aș omite pe Robert Shiller și Joseph Stiglitz.

Criza financiară globală izbucnită în 2008 a întărit teza că piețele financiare au instabilitate intrinsecă și că nu pot fi eliminate forțele interne ce conduc, prin expansiune și contracție autonome de creditare (fluxuri financiare), la cicluri de avânt și prăbușire – *boom and bust*. Aici găsim rațiunea pentru care au fost reimpuse după 2009 reglementări ale piețelor financiare, au fost introduse măsuri macroprudențiale ce urmăresc să limiteze excese de creditare, fluxuri financiare, și obligă băncile să dețină rezerve mai mari de capital și lichidități.

Al doilea motiv care m-a îndemnat să aștern aceste rânduri este faptul că Neagu, Kubinski și Alupoaieni nu au făcut un simplu exercițiu academic. Ei lucrează în BNR la Direcția stabilitate financiară, deci mănâncă pe pâine problematica stabilității financiare, cum s-ar zice. Analiza lor este a unor experți care nu numai că sunt la curent cu aspecte de adâncime ale stabilității financiare, ci sunt obligați să ofere variante de decizie Consiliului de administrație al BNR.

În volum este un leitmotiv teza că stabilitatea financiară nu echivalează cu stabilitatea prețurilor. După 2008 s-a scris enorm pe această temă. Și au apărut instituții noi în lume, la nivel supranațional și național în Uniunea Europeană. În băncile centrale există departamente de stabilitate financiară, la nivel european funcționează un comitet, CERS (ESRB), care examinează riscurile sistemice pentru sistemul financiar în care componenta bancară este preponderentă. Au apărut totodată EBA (autoritatea bancară europeană), ESMA (autoritatea pentru piețele de capital) și EIOPA (autoritatea pentru fonduri de pensii și asigurări). A apărut astfel în mod explicit politica macroprudențială a băncilor centrale, a unor autorități de supraveghere macroprudențială – în care un rol-cheie îl au băncile centrale (mă refer la Europa, întrucât în SUA piețele de capital joacă un rol mai mare în ansamblul sistemului financiar). Cei trei autori participă în grupuri de lucru la BCE și CERS.

În volum se alocă mare parte prezentării instrumentelor de politică macroprudențială, diverselor amortizoare care au menirea să permită băncilor, sistemului financiar în ansamblu, să absoarbă șocuri. Este drept că perioada de funcționare a acestor instrumente, în lume, nu este încă suficient de edificatoare. Este însă incontestabil că rezerve de capital propriu și de lichidități cât mai mari ale entităților financiare măresc

robustețea/reziliența lor. Este ceea ce nu pregetă să spună Anat Admati și Martin Hellwig în mod constant. Din păcate, sistemul financiar nebancar (ce include și active speculative precum bitcoin) nu este încă suficient reglementat. Este de urmărit și impactul pe care inteligența artificială (AI) îl are asupra sistemului financiar, cum politica macroprudențială va răspunde la noi pericole. Prezentarea instrumentelor se face având în vedere și situația sistemului bancar din România.

Și ajung astfel la o altă trăsătură a volumului. Bogăția de fapte și prezentarea în amănunt a instrumentelor prudențiale se constituie într-un veritabil manual, îndrumar, pentru studenți, cercetători interesați de problematica stabilității financiare. Neagu, Kubinski și Alupoaii fac un tur de forță în prezentarea amortizorului anticiclic de capital și a amortizoarelor de capital structurale, a instrumentelor macroprudențiale privind debitorii.

În volum, tratarea stabilității financiare și a politicii macroprudențiale se examinează în context larg (internațional) și se menționează ceea ce se desprinde din experiența României. Se afirmă că ceea ce sunt statute acum drept instrumente macroprudențiale sunt detectabile în măsuri adoptate de BNR în încercarea de a stăvili intrări de capital destabilizatoare – în anii când contul de capital a fost deschis. Este de amintit că deschiderea contului de capital a fost o precondiție a aderării la Uniunea Europeană și este ironic că atunci FMI a ținut partea României în dialogul cu Comisia Europeană. Fac această observație fiindcă FMI mult timp pledase pentru liberalizarea contului de capital, a piețelor financiare, fără a ține cont de împrejurări și nivel de dezvoltare. Așa a ajuns România să le impună rezerve obligatorii foarte mari băncilor comerciale pentru a ține sub control lichiditatea. *Mutatis mutandis*, și acum BNR are de luptat cu lichiditatea amplă din sistem indusă de intrări masive de fonduri europene.

Autorii se ocupă și de conduita politicii macroprudențiale, de relația acesteia cu politica monetară. Tot într-o ediție nouă a volumului se va putea cred trata și ceea ce în literatura de specialitate este numit *financial (in)stability real rate*, R^{**} , adică nivelul ratei reale de politică a băncii centrale, care poate declanșa instabilitate financiară. Din acest punct de vedere, politica macroprudențială poate intra în coliziune cu o politică monetară interpretată în mod îngust, care ar subestima efectele asupra sistemului financiar în ansamblu. Găsim aici o explicație pentru care băncile centrale mari nu au bruscat economiile încercând să ajungă la niveluri reale pozitive ale ratelor de politică monetară. Mai ales că resurecția inflației din ultimii ani a fost prin excelență pe latura ofertei.

Autorii se referă în volum și la politica fiscală. Această politică poate afecta serios stabilitatea financiară când deficitele nu sunt ținute sub control. Că așa stau lucrurile s-a văzut și în criza financiară globală. O politică bugetară nechibzuită poate cauza multe stricăciuni și fragiliza economia, poate reduce stabilitatea financiară. De mai mult timp, România suferă de sindromul deficitelor gemene, cu deficit bugetar și deficit de cont curent mari. Deficite bugetare mari pot cauza sincope de finanțare și recesiuni puternice atunci când se încearcă o corecție drastică. Dar și îndatorarea privată excesivă poate declanșa o criză financiară prin sincope de finanțare (*sudden stops*). Direcția stabilitate financiară din BNR asigură secretariatul tehnic al Comitetului Național de Stabilitate Financiară, care aduce laolaltă BNR, ASF și Ministerul de Finanțe. Se observă deci că politica bugetară intră în teritoriul de preocupare al politicii macroprudențiale.

După criza datoriilor suverane, în aproape toate țările din UE au fost create Consilii Fiscale independente, ca avertizori de prudență în politici bugetare. Eu cred, de altfel, că aceste consilii se cuvine să fie reprezentate în autoritățile de supraveghere macroprudențială, fie și ca observatori instituționali. Tot cum cred că aceste consilii merită să aibă în vedere și îndatorarea sectorului privat, care poate constitui pasive ascunse (*hidden liabilities*) considerabile pentru guverne, pentru datoriile publice.

Florian Neagu, Matei Kubinski, Alexie Alupoaei sunt persoane cu o pregătire profesională solidă, doctori în economie, absolvenți ai prestigioasei școli DOFIN de la ASE, unde s-au bucurat de îndrumarea distinsului profesor Moisă Altăr. Această pregătire le-a netezit drumul către BNR, către un compartiment ce se ocupă nemijlocit de stabilitate financiară. Ei fac parte dintre artizanii programului de masterat BANCAS, care este o colaborare fructuoasă între ASE și BNR.

Le recomand acest volum tuturor celor care vor să cunoască aspecte de gândire și de practică curentă, în lume și în România, privind stabilitatea financiară, politici macroprudențiale. Și sunt convins că o ediție viitoare a volumului va ține cont de noi învățăminte desprinse din realitate. Felicit autorii pentru acest volum și pentru ceea ce fac la Banca Națională a României, la ASE.

Academician DANIEL DĂIANU

Introducere

Subiectul stabilității financiare este relativ recent, căpătând importanță după criza financiară globală din anul 2008. Deși domeniul este nou, politicile implementate de autorități pentru menținerea stabilității financiare fac deja în mod sensibil parte din viața noastră. De exemplu, oricine solicită un credit ipotecar trebuie să îndeplinească două condiții legate de gradul maxim de îndatorare și de avansul minim. Aceste solicitări sunt rezultatul direct al implementării instrumentelor macroprudențiale privind debitorii, denumite în jargonul de specialitate sub forma acronimelor DSTI (*debt service-to-income*) și LTV (*loan-to-value*).

Pentru menținerea stabilității financiare, s-au dezvoltat noi instrumente de politici, noi indicatori de analiză și monitorizare, noi obiective specifice etc., totul îmbrăcat sub forma unei noi politici publice: politica macroprudențială. Această politică este implementată de către o autoritate creată specific pentru acest scop: autoritatea macroprudențială. Cartea de față își propune să ofere o perspectivă detaliată asupra stabilității financiare și a politicii macroprudențiale atât la nivel teoretic, cât și prin prisma utilizării a numeroase exemple din practica națională și internațională.

Domeniul are o frumusețe aparte, pentru că este locul în care se manifestă numeroase schimbări de paradigmă. De exemplu, instrumentele pe care le-am amintit mai sus (DSTI și LTV), atunci când au fost implementate în România în anul 2004, erau considerate pe plan european drept măsuri administrative care afectează libera circulație a capitalurilor. Pentru a adera la Uniunea Europeană, autoritățile române au fost nevoite să le abandoneze în anul 2007. Ca o paranteză, majoritatea covârșitoare a creditelor neperformante apărute după izbucnirea crizei au fost înregistrate chiar de către portofoliile acordate în intervalul în care respectivele instrumente nu s-au aplicat. După criza financiară globală, exact aceleași instrumente au devenit la nivel internațional măsuri macroprudențiale, iar implementarea lor este încurajată ca soluție de bune practici pentru

menținerea stabilității financiare! Mai mult de atât, aceste două instrumente macroprudențiale au ajuns să fie printre cele mai utilizate la nivel mondial de către decidenți pentru a gestiona riscurile și vulnerabilitățile la adresa stabilității financiare.

Un alt exemplu de schimbare de paradigmă are în vedere modul în care se asigură stabilitatea financiară. Decenii la rând după cel de Al Doilea Război Mondial, atât în literatura de specialitate, cât și în practica bancară, s-a considerat că stabilitatea financiară se menține automat dacă politica monetară funcționează adecvat, iar inflația este ținută sub control. Așadar, atât în cercurile de decidenți, cât și în cele academice, era agreat faptul că stabilitatea prețurilor reprezintă o condiție necesară și suficientă pentru stabilitatea financiară. Piețele erau considerate în general eficiente, iar eventualele dezechilibre în sistemul financiar (cum ar fi bulele speculative) erau în mare parte neglijate. Cât de scump am plătit cu toții această gândire după ce a debutat criza din anul 2008!

Cel mai probabil, rolul politicii macroprudențiale va continua să crească în importanță pe plan național și internațional, pentru că deja s-a creat un cadru instituțional similar politicii monetare sau politicii fiscale. În plus, în cazul României, odată cu adoptarea monedei euro, se va pierde independența privind politica monetară și de curs de schimb (de aceste politici urmând să se ocupe Banca Centrală Europeană). În aceste condiții, rolul politicii macroprudențiale (care va rămâne la nivel național) se va majora, contrabalansând, într-o oarecare măsură, evoluțiile ciclice și structurale care înainte erau gestionate prin politica monetară și cea microprudențială.

Am conceput cartea pornind de la rădăcina problemei pe care o adresează stabilitatea financiară, și anume crizele financiare. În primul capitol le oferim cititorilor o înțelegere de bază a stabilității financiare, riscului sistemic și dinamicii crizelor financiare, printr-o combinație de analiză istorică, perspective teoretice și implicații practice ale unor episoade notorii din ultimele două secole. În primă instanță, este adresat conceptul eluziv al stabilității financiare, remarcând absența unei definiții universal acceptate, dar recunoscând rolul său critic în evitarea crizelor financiare. Capitolul începe apoi o călătorie istorică printre principalele crize financiare de pe mapamond, subliniind comportamentele iraționale, cum ar fi mentalitatea de turmă și creșterea excesivă a creditului, ca principalele motoare din spatele acestor evenimente tumultuoase. Sunt explorate mai departe fenomenele de lăcomie și bule speculative, dar și efectele panicii și retragerilor masive de depozite, oferind o înțelegere nuanțată a mecanismelor care stau la

baza instabilităților financiare. Pe parcursul întregului capitol este evidențiată importanța legăturii dintre stabilitatea financiară și creșterea economică, argumentând că un sistem financiar robust este imperativ pentru o dezvoltare sustenabilă.

Dacă primul capitol reprezintă o pledoarie pentru stabilirea unui cadru al politicii macroprudențiale pentru a gestiona riscurile de natură sistemică, cel de-al doilea capitol realizează o descriere amănunțită a obiectivelor și instrumentelor acestei ramuri tinere din familia politicilor economice. Tot în acest context, se subliniază rolul sinergic și uneori conflictual al politicii macroprudențiale cu alte politici financiare și economice, precum cele monetare, fiscale sau microprudențiale, dar și necesitatea colaborării și coordonării între diferitele autorități pentru asigurarea stabilității financiare. Pentru a completa imaginea de ansamblu privind operaționalizarea politicii macroprudențiale, sunt trecute în revistă diferitele modele instituționale implementate la nivel internațional și european. În plus, alocăm subiectului o secțiune separată pentru a descrie situația din România.

Riscul sistemic este elementul central pe care decidenții de politică macroprudențială încearcă să îl gestioneze prin măsurile și instrumentele implementate. Natura variată și complexă a acestui concept este tratată pe larg în capitolul III, care evidențiază importanța aplicării unei abordări holistice, prin analiza interacțiunilor dintre diferitele segmente ale sectorului financiar și legăturile acestora cu economia reală. Pentru cei interesați de latura cantitativă a evaluării riscului sistemic, am ales să formulăm un scurt îndreptar de statistică și econometrie prin care explicăm, într-o manieră intuitivă, anumite concepte relevante pentru acest subiect. Printre acestea se numără sistemele de avertizare timpurie, regresile pe cuantile și modelele de estimare a volatilității, abordări recunoscute în teoria și practica celor mai importante bănci centrale sau autorități financiare la nivel global în scopul identificării riscurilor și vulnerabilităților sau măsurării stresului din sectorul financiar.

De altfel, principalii indicatori pentru evaluarea riscurilor sistemice dezvoltați la nivelul Băncii Centrale Europene, Rezervei Federale a SUA sau altor instituții de prestigiu sunt descriși pe larg în cadrul acestui capitol. În complementaritate cu indicatorii compoziți, prezentăm experiența acumulată de-a lungul anilor în cadrul Băncii Naționale a României în analiza riscurilor specifice asociate principalelor sectoare, oferind exemple concrete din *Rapoartele asupra stabilității financiare* sau din alte publicații ale Fondului Monetar Internațional și Autorității Bancare Europene.

Testarea la stres ca instrument esențial în evaluarea rezilienței instituțiilor financiare la scenarii de risc predefinite este prezentată în capitolul IV. Testarea la stres nu urmărește previziunea performanței viitoare, ci cuantificarea posibilului impact al unui scenariu de stres. Analiza a devenit crucială după criza financiară globală din 2008, punându-se accent pe calibrarea adecvată a scenariilor de stres și pe încorporarea efectelor de runda a doua (care de multe ori se dovedesc mai importante decât cele de prima rundă). Exercițiile de testare la stres sunt clasificate în funcție de tipologia bazelor de date, entitatea care derulează testul și nivelul testării, fiecare având particularitățile sale în abordare și scop. Capitolul include discuții detaliate despre diferite tipuri de teste de stres, cum ar fi cele bazate pe analize de senzitivitate sau pe scenarii, fiecare având avantajele și limitările sale. De asemenea, se explorează modul în care testarea la stres poate contribui la evaluarea riscului de credit, de piață și operațional, prezentând diverse metodologii și exemple concrete. Prin acest capitol, relevăm importanța integrării rezultatelor testelor la stres în procesele decizionale și de supraveghere, argumentând rolul acestora în menținerea stabilității financiare și pregătirea decidenților de a reacționa în cazul apariției unor potențiale crize.

Politica macroprudențială, prin natura variată a riscurilor sistemice și a obiectivelor intermediare, oferă flexibilitate în alegerea, calibrarea și implementarea deciziilor de politică. În schimb, această flexibilitate vine cu un cost care nu poate fi neglijat – complexitatea ridicată în evaluarea conduitei sau orientării politicii macroprudențiale, esențială pentru implementarea corespunzătoare a politicilor și instrumentelor specifice. Prin urmare, în capitolul V, ne propunem să fixăm principalele concepte teoretice și practice privind evaluarea conduitei politicii macroprudențiale, pornind de la cadrul privind riscurile și reziliența și ajungând până la cele mai recente abordări utilizate în literatura de specialitate sau de către băncile centrale din diverse țări. Am ales să aplicăm două dintre metodologii în practică, pe cazul României, pentru a ilustra utilitatea și relevanța rezultatelor oferite decidenților. În finalul capitolului, propunem o discuție despre consistență și optimalitate în implementarea politicii macroprudențiale, evidențiind asemănările și diferențele față de celelalte politici economice, prin exemple simplificate și scheme ilustrative.

Următoarele trei capitole descriu pe larg principalele instrumente macroprudențiale aflate la dispoziția autorităților responsabile cu menținerea stabilității financiare, punând accent pe obiective, metode de calibrare, mecanisme de transmisie, impact potențial și experiența

națională și internațională. Capitolul VI analizează instrumentele macroprudențiale privind debitorii, esențiale deopotrivă pentru protejarea debitorilor și asigurarea stabilității sistemului financiar. După cum am menționat deja, experiența îndelungată privind aplicarea acestor instrumente în România poate reprezenta un studiu de caz relevant la nivel european și nu numai. Totodată, exemplele internaționale, precum cele din UE, arată o diversitate în aplicarea și calibrarea acestor instrumente, reflectând nevoia de a răspunde la condiții financiare specifice. Instrumentele privind debitorii sunt, așadar, esențiale în prevenirea îndatorării excesive și a creșterii necontrolate a creditului și pot contribui decisiv la stabilizarea pieței imobiliare și la reducerea riscurilor sistemice.

Limitarea creșterii excesive a creditării se poate realiza și prin cerințe de capital suplimentare, care acționează pe latura ofertei de credit. Principalul instrument conceput pentru a atenua volatilitatea ciclului financiar este amortizorul anticiclic de capital, prezentat pe larg în capitolul VII al volumului. Având în vedere faptul că evaluarea riscurilor sistemice ciclice presupune monitorizarea evoluției ciclului financiar, am dedicat un spațiu amplu pentru a descrie metodologiile cantitative de estimare a acestui indicator important pentru stabilitatea financiară. Practicile mai recente evidențiază însă o schimbare a viziunii referitoare la utilizarea amortizorului anticiclic de capital. Mai exact, decidenții de politici macroprudențiale manifestă o tendință de utilizare a acestui instrument pentru a adresa riscurile asociate evoluției componente ciclice a riscului sistemic, în detrimentul obiectivului intermediar de creștere excesivă a creditării. Metodele statistice sunt descrise pas cu pas și sunt completate cu exemple numerice sau grafice, care pot facilita înțelegerea mecanismelor din spatele modelelor matematice. Pentru cei interesați de experiența practică a implementării instrumentului, la nivel european, autoritățile competente utilizează preponderent abordări alternative pentru calibrarea amortizorului anticiclic de capital în funcție de condițiile specifice și, mai recent, tot mai multe țări optează pentru rate neutre pozitive pentru a constitui rezerve macroprudențiale în perioade caracterizate de un nivel moderat al riscurilor specifice.

Având în vedere că riscul sistemic are nu doar o natură ciclică, dar și structurală, autoritățile macroprudențiale au creat pentru această din urmă caracteristică instrumente de capital complementare amortizorului anticiclic de capital (care acoperă partea ciclică), respectiv amortizorul pentru instituții de importanță sistemică și cel pentru riscul sistemic.

Cele două amortizoare structurale vizează în special riscurile generate de dimensiunea și importanța instituțiilor de credit la nivel global sau național (denumite colocvial *instituții Too Big To Fail*), precum și orice alte vulnerabilități de natură sistemică ce decurg din evoluția sau structura sistemului financiar și relația acestuia cu economia reală. În general, amortizoarele structurale cresc reziliența instituțiilor de credit și reduc probabilitatea de apariție și severitatea unei crize financiare, dar pot genera costuri economice pe termen scurt, în funcție de comportamentul individual al fiecărei instituții. Capitolul prezintă detaliat evoluția cadrului legal european pentru implementarea acestor amortizoare, subliniind trecerea de la reglementările Basel III la cadrele CRD IV/CRR și ulterior la modificările introduse de CRD V/CRR II. Totodată, am descris în detaliu metodele de calibrare a instrumentelor, menționând avantajele și dezavantajele asociate, și am sintetizat experiența europeană privind utilizarea celor două amortizoare, cu accent pe aplicarea lor în contextul specific al României.

Pe lângă măsurile uzuale privind introducerea sau recalibrarea instrumentelor macroprudențiale, la nivel european există o largă diversitate de alte recomandări în vederea gestionării riscurilor care pot afecta stabilitatea financiară. În ultimul capitol am prezentat câteva dintre inițiativele europene, legate de piața imobiliară, riscul cibernetic, sectorul bancar paralel (*shadow banking*) sau sustenabilitatea evoluțiilor bilanțiere ale băncilor. De asemenea, este evidențiată importanța supravegherii sub-sistemului financiar nebanca, inclusiv a fondurilor de piață monetară, a contrapărților centrale și a fondurilor de investiții, pentru prevenirea acumulării riscurilor sistemice.

Pe plan național, autoritatea macroprudențială din România (este vorba de Comitetul Național pentru Supravegherea Macroprudențială) a emis recomandări pentru ameliorarea sănătății financiare a companiilor, creșterea sustenabilă a intermedierei financiare, susținerea finanțării verzi și a securității energetice sau finanțarea domeniului agroalimentar. Aceste recomandări vizează nu doar stabilitatea sistemului financiar, ci și promovarea unei dezvoltări economice durabile și sustenabile. Diversitatea de subiecte aflate pe agenda autorităților macroprudențiale europene și naționale subliniază complexitatea eforturilor depuse pentru prevenirea și gestionarea riscurilor sistemice, dar demonstrează faptul că domeniul stabilității financiare este orientat către viitor, fiind în continuă schimbare și adaptare pentru a răspunde provocărilor noi.

Am scris această carte având în minte trei categorii de cititori. În primul rând, ne adresăm studenților care sunt interesați să aprofundeze

acest (nou) domeniu legat de stabilitatea financiară și politica macroprudențială. Pentru ei am căutat să aducem în atenție principalele aspecte teoretice și dileme academice, iar unele capitole conțin abordări cantitative mai avansate pentru cei interesați de cercetarea în domeniu. În al doilea rând, îi avem în vedere pe cei care lucrează în sistemul financiar și care doresc să afle mai multe despre modul în care deciziile autorităților privind politica macroprudențială le influențează activitatea, similar deciziilor privind politica monetară, politica fiscală etc. În al treilea rând, ne-am gândit la cititorii pasionați de economie și finanțe și care ar fi interesați să afle mai mult despre acest domeniu care a căpătat amploare pe plan internațional. Am încercat să folosim, pe cât posibil, un limbaj mai accesibil, să explicăm cum funcționează măsurile pentru menținerea stabilității financiare prin cât mai multe exemple din viața reală.

În domeniul stabilității financiare și al politicii macroprudențiale, experiența României este deosebită și poate fi un exemplu de bune practici. România se numără printre cele cinci țări din UE unde autoritățile nu au fost nevoite, în timpul crizei financiare globale, să sprijine sistemul financiar folosind banii contribuabililor, măsurile autorității prudențiale contribuind semnificativ în acest sens. România a fost deschizătoare de drumuri în utilizarea instrumentelor macroprudențiale privind debitorii, cu aproape un deceniu în avans comparativ cu majoritatea țărilor europene. Nu în ultimul rând, instrumentele macroprudențiale de capital au fost implementate fără întârziere, la standardele internaționale.

Suntem norocoși că am ajuns să profesăm în domeniul stabilității financiare în faza sa incipientă. Facem parte din echipa Direcției stabilitate financiară din Banca Națională a României, condusă în primii ani de către Ion Drăgulin, apoi de către Eugen Rădulescu, ambii fiind profesioniști remarcabili, având și expertiză în domeniul politicii monetare, de la care am învățat multe. Florian Neagu este membru încă de la înființarea direcției, în anul 2004, având astfel ocazia de a concepe și implementa măsuri care, înainte de criza financiară globală, erau considerate atât în literatură, cât și în viziunea majorității ca fiind administrative, neortodoxe, afectând libera circulație a capitalurilor. Am avut șansa să participăm activ la procesul de înființare a infrastructurii de menținere a stabilității financiare la nivel național și european, fiind membri în diverse grupuri de lucru europene create în acest sens. Această carte am elaborat-o gândindu-ne și la studenții noștri de la programul de masterat BANCAS, organizat de Banca Națională a României în parteneriat cu Academia de Studii Economice, unde o disciplină de studiu poartă aceeași denumire: „Stabilitatea financiară și politica macroprudențială“.

În încheiere, le adresăm multe mulțumiri celor care au avut răbdarea să parcurgă etape intermediare ale acestui manuscris și să ne furnizeze comentarii valoroase: Miruna Neagu, Virgil Dăscălescu, Luminița Tatarici, Antoaneta Amza, Nicoleta Sîrbu, Ștefania Stancu, Grigore Ivan, Leonard Uzum, Robert Grecu, Irina Mihai, Simona Ichim, Angela Pîslaru, Cătălin Dumitrescu, Livia Rotaru și Gabriela Hoholea.

Totodată, suntem recunoscători echipei de la editura Curtea Veche Publishing pentru efortul constant depus în realizarea acestei lucrări și dorim să îi mulțumim în mod special doamnei director Cristina Drăgulin pentru toată susținerea oferită în demersul nostru editorial.

Sperăm să vă facă plăcere lecturarea acestei cărți.

AUTORII
Aprilie 2024

„Când vine următoarea criză financiară?”

Nimeni nu știe cu certitudine răspunsul. Întrebarea a devenit tot mai prezentă în viețile noastre după punctul de cotitură din anul 2007, când mulți au resimțit, pentru prima dată, efectele unei crize financiare de dimensiuni globale. Ce putem face, în schimb, este să înțelegem DE CE apar aceste evenimente extraordinare și CE putem face pentru a ne proteja economia și sistemul financiar. Deși nimeni nu poate prezice cu exactitate momentul declanșării următoarei crize, ce am încercat în această carte a fost să oferim răspunsuri și soluții la întrebarea:

„Cum ne putem pregăti pentru următoarea criză financiară?”

Am trăit criza internațională care a debutat în anul 2007 și am constatat cum, treptat, peste tot în lume, stabilitatea financiară a devenit obiectiv politic aparte – macroprudențialitatea – și au fost create instituții și instrumente speciale dedicate acestui obiectiv.

Lucrarea de față analizează documentat, detaliat și profesionist această schimbare majoră de paradigmă. Îi felicit pe autori pentru acest demers, printre primele lucrări de specialitate din România, care așază solid politica macroprudențială în rândul politicilor economice implementate de autorități. Este și o invitație pentru alți cercetători și specialiști de a aprofunda domeniul și de a îmbogăți cu alte teme subiectul stabilității financiare. Nu în ultimul rând, îi aștept pe autori cu ediția adăugită și îmbunătățită a acestei lucrări.

Academician Mugur Isărescu

