



ACADEMIAROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE
CERCETĂRI ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

*Extinderea financiarizării și accentuarea fragilității
sistemului financiar*

Aurel Iancu

București
2012

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
București, Calea 13 Septembrie, Nr.13, Sector 5

CUPRINS

1. Introducere	3
2. Cu privire la arhitectura actuală a sistemului financiar și unele neajunsuri .	5
2.1. O primă dimensionare a sistemului financiar	6
2.2. Două subsisteme concurente – piața bancară și piața de capital.....	9
2.3. Creșterea complexității și dimensiunii sistemului	10
2.4. Incongruențe și efecte	11
3. Dezvoltarea financiarizării și problema sustenabilității acesteia	13
3.1. Financiarizarea prin îndatorare	14
3.1.1. <i>Explozia îndatorării</i>	14
3.1.2. <i>Îndatorarea publică</i>	16
3.1.3. <i>Îndatorarea populației</i>	17
3.1.4. <i>Îndatorarea mediului de afaceri, factori și efecte</i>	18
3.2. Financiarizarea prin securitizare	20
3.2.1. <i>Obiectivele și rolul securitizării</i>	21
3.2.2. <i>Condiții de extindere a financiarizării prin securitizare</i>	22
3.2.3. <i>Indicatori de volum și de structură pe tipuri de titluri</i>	23
3.2.4. <i>Ilustrări privind dezvoltarea securitizării și efectele produse în funcție de ciclul financiar</i>	24
3.2.5. <i>Structura securitizării pe tipuri de titluri</i>	26
3.2.6. <i>Gestionarea defectuoasă a riscului</i>	28
3.3. Financiarizarea prin folosirea derivatelor financiare	30
3.3.1. <i>Obiectivele urmărite</i>	30
3.3.2. <i>Creșterea explozivă a derivatelor</i>	31
3.3.3. <i>Clasificări ale derivatelor și dinamica piețelor OTC</i>	32
3.3.4. <i>Schimbări în structura piețelor OTC</i>	36
4. Concluzii	41
Bibliografie	45

EXTINDEREA FINANCIARIZĂRII ȘI ACCENTUAREA FRAGILITĂȚII SISTEMULUI FINANCIAR^{*}

AUREL IANCU^{**}

Abstract: *Financialisation is a complex and dynamic process of enlarging the monetary and financial relations in economy and society. This paper deals with the analysis of the financial market structure such as: the role and magnitude of financial sectors, the dynamics of the banking sector versus the stock market and the rising role of the shadow banking sector. Also it explains and analyses the ways and modalities to develop financialisation by growing the public and private indebtedness, extension securitisation process and using the financial derivatives on a large scale. Considered endogenous factors, they all increase the fragility of the financial system.*

Keywords: *financialisation, financial sector, stock market, shadow banking, indebtedness, financial innovation, securitisation, financial derivatives*

JEL: *E44; G01; G18; G23; G24; G28; G32.*

1. Introducere

Cercetarea financiarizării se bucură de o atenție specială începând din ultimele două decenii, atenție atestată de frecvența și de diversitatea abordărilor și aparițiilor editoriale, ca și de profunzimea studiilor elaborate în acest domeniu¹.

^{*} RAPORT DE CERCETARE.

^{**} National Institute of Economic Research of the Romanian Academy.

¹ După Stockhammer (2010), una dintre lucrările mai importante care au folosit pentru prima dată în sens larg termenul de financiarizare a fost G. Arrighi, 1994, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, London, în care autorul a identificat undele lungi ale dezvoltării economice în cadrul capitalismului contemporan, cu schimbări geografice și de dominație. Termenul a fost folosit tot mai frecvent, începând din anii 1970, într-un sens restrâns și specific. Cele mai cuprinzătoare definiții ale termenului sunt date de Epstein (2001) și de Stockhammer (2010, p. 2). După Stockhammer, financiarizarea este termenul folosit pentru a rezuma un lung set de schimbări în relația dintre sectorul financiar și sectorul real, care dă o mai mare pondere sectorului financiar, actorilor și motivelor decât până acum (Stockhammer, 2010, p. 2).

Un prim motiv al unei atari atenții îl constituie faptul că financiarizarea invadează tot mai mult viața economică și socială pe măsura dezvoltării economice și că, în realitate, ne aflăm, nu numai la nivelul indivizilor, dar și la cel al țărilor și al întregului glob, într-o lume a finanțelor (Kripner, 2005). Mai mult, trăim sub o adevărată dominație a finanțelor, pe care autoritățile statale și organizațiile mondiale abilitate adeseori nu le pot sau cu greu le pot controla în mod efectiv (Arrighi, 1994; Arrighi și Silver, 1999; Lapavistas, 2009a, 2009b; Palley, 2007; Orléan, 1999; Aglietta și Rigot, 2009; Orhangazi, 2008).

Un alt motiv este legat de faptul neliniștitor potrivit căruia financiarizarea duce în mod implacabil la creșterea fragilității sistemului financiar, prin ridicarea riscului de expunere a acestuia la instabilitate, ca urmare a multiplicării sinapselor financiare² și a expansiunii rapide și dezordonate a creditelor, a securitizării și a unor noi instrumente financiare. Centrele de afaceri financiare și de comandă trec de la nivelul național și regional la cel global, prin pătrunderea masivă pe piețele financiare a marilor conglomerate internaționale care deformează competiția.

Ținând seama că, în literatura de specialitate, aproape fiecare autor optează pentru o definiție proprie a termenului de financiarizare, în funcție de tema tratată și de obiectivele alese, încă de la început, trebuie să precizăm conotația pe care o dăm în studiul de față noțiunii de financiarizare. Luând-o într-un înțeles lărgit, *financiarizarea, pe de o parte, reprezintă procesul de extindere a relațiilor bănești și a instrumentelor financiare în economia reală și în societate, cu toate consecințele ce decurg de aici, iar pe de altă parte, relevă căile și metodele de a realiza această extindere (transformări instituționale, inovări financiare, mecanisme de diminuare și de prevenire a riscului etc.).*

În condițiile unei asemenea conotații, financiarizarea, privită ca un proces dinamic și complex, înseamnă creșterea și diversificarea relațiilor, instituțiilor, instrumentelor și mecanismelor financiare și lărgirea sferelor lor de folosire în economia reală și în societate, sporirea contribuției la antrenarea factorilor de dezvoltare economică și socială și, implicit, creșterea forței de influență și de dominare a vieții economice și sociale.

Așa cum vom constata, financiarizarea s-a extins extrem de rapid în ultimele decenii, deși, în forme mai simple, aceasta a început să se desfășoare cu mai multe secole în urmă (Orhangazi, 2008; Lapavistas, 2009a). Dacă unii autori consideră financiarizarea ca un simplu experiment legat de performanțele sectoarelor și

² Ne referim la creșterea numărului de rețele financiare, a legăturilor dintre aceste rețele, precum și a legăturilor cu alte rețele ale economiei și societății.

piețelor (Wood și Wright, 2008, 17-22), alți autori, cu o perspectivă istorică consolidată, consideră financiarizarea ca un proces istoric natural, strâns legat de schimbările seculare ale poziției, rolului și importanței sectoarelor macroeconomice în economiile naționale – primar, secundar (industrial) și terțiar (servicii) (Clark, 1957, Rostow; 1960, Lapavistas, 2009a), căpătând preponderență, în zilele noastre, sectorul servicii, inclusiv serviciile financiare în economiile avansate. Încadrată într-un atare proces istoric general, dezvoltarea financiarizării din ultimele decenii a fost stimulată de mai mulți factori, dintre care s-au remarcat în mod special dereglementările de tip neoliberal (operate începând din anii 1980 în sectoarele financiar și comercial), inovarea și aplicarea noilor instrumente și mecanisme financiare, creșterea îndatorării populației (gospodăriilor) și firmelor, precum și creșterea datoriei firmelor și a datoriei publice, emergența și dezvoltarea instituțiilor financiare, a principalilor agenți financiari și a cererii de mijloace financiare (investiții și lichidități) (Onaran et al., 2010).

În studiul de față, vom aborda financiarizarea din perspectiva evoluției sale extrem de rapide, însoțite de dezvoltări asimetrice și de numeroase excese ale unor procese și rezultate ce conduc inevitabil la accentuarea fragilității sistemului financiar, cu consecințe dramatice în ce privește instabilitatea acestuia și a economiei reale. În mod specific, în secțiunea 2, vom prezenta pe scurt actuala arhitectură a sistemului financiar modern, cu unele ilustrări ale diferențelor între țări și grupe de țări, arhitectură caracterizată adeseori prin incoerență și lipsă de cooperare. În secțiunea 3, vom evidenția extinderea financiarizării în economie și societate prin îndatorare, securitizare și folosirea derivatelor financiare, cu sublinierea unor consecințe adverse: instabilitatea și accentuarea speculațiilor financiare. Cu secțiunea 4 vom încheia studiul, prin formularea câtorva concluzii.

2. Cu privire la arhitectura actuală a sistemului financiar și unele neajunsuri

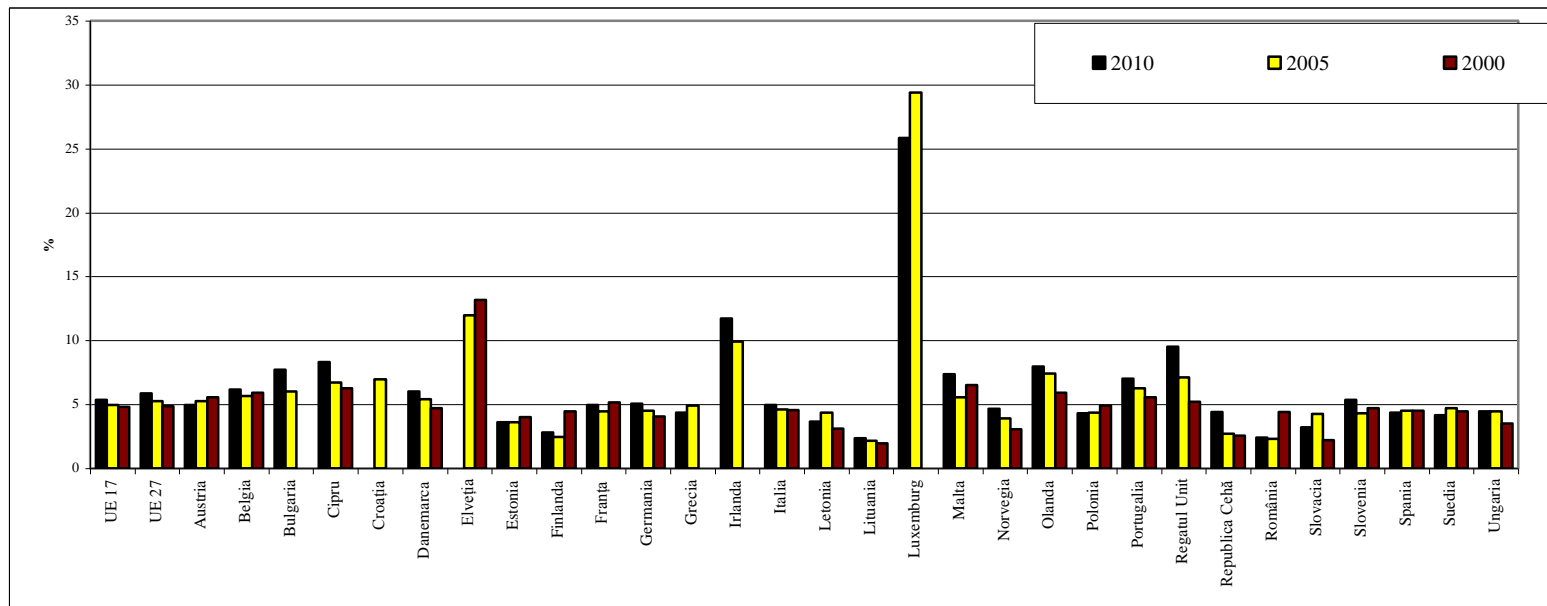
În orice economie modernă, pe lângă sectorul economiei reale (format din ramurile producției materiale și serviciilor nefinanciare), s-a dezvoltat și un sector al serviciilor financiare, adeseori numite impropriu industrie financiară. În mod natural, expansiunea sectorului financiar trebuie să sprijine dezvoltarea și buna funcționare a economiei reale, precum și a întregii vieți sociale, printr-o ofertă de servicii financiare sporită și diversificată. Aceste servicii au în vedere, pe de o parte, stimularea economisirii și colectarea disponibilităților bănești de la unitățile economice și de la populație și, pe de altă parte, canalizarea acestor disponibilități pentru finanțarea economiei și satisfacerea nevoilor sociale, prin asigurarea lichidităților necesare și a investițiilor.

2.1. O primă dimensionare a sistemului financiar

Sectorul financiar are o existență și o evoluție îndelungată, legată de îndeplinirea funcțiilor tot mai ample și mai sofisticate ale banilor și ale altor instrumente derivate specifice, de dezvoltarea instituțiilor și piețelor financiare și de nevoile economiilor naționale și mondiale și ale societății în ansamblu.

Este recunoscut faptul că rolul și importanța sectorului financiar a crescut enorm ca ritm, ca volum al afacerilor și ca nivel de cuprindere geografică a segmentelor din economie și societate, odată cu dezvoltarea economică a țărilor. Deși indicatorii privind ponderea sectorului financiar în valoarea adăugată brută (VAB) și în numărul total de salariați nu sunt suficient de expresivi, totuși aceștia arată un nivel ridicat în țările dezvoltate și mai ales în unele țări europene cu o îndelungată tradiție financiară (fig. 1 și fig. 2). Ponderea sectorului financiar este mai ridicată în unele țări mai dezvoltate, ca Luxemburg, Regatul Unit, Elveția, Irlanda, recunoscute de altfel ca centre financiare, și mult diminuată în țări mai puțin dezvoltate, ca România, Polonia, Ungaria, Bulgaria ș.a.

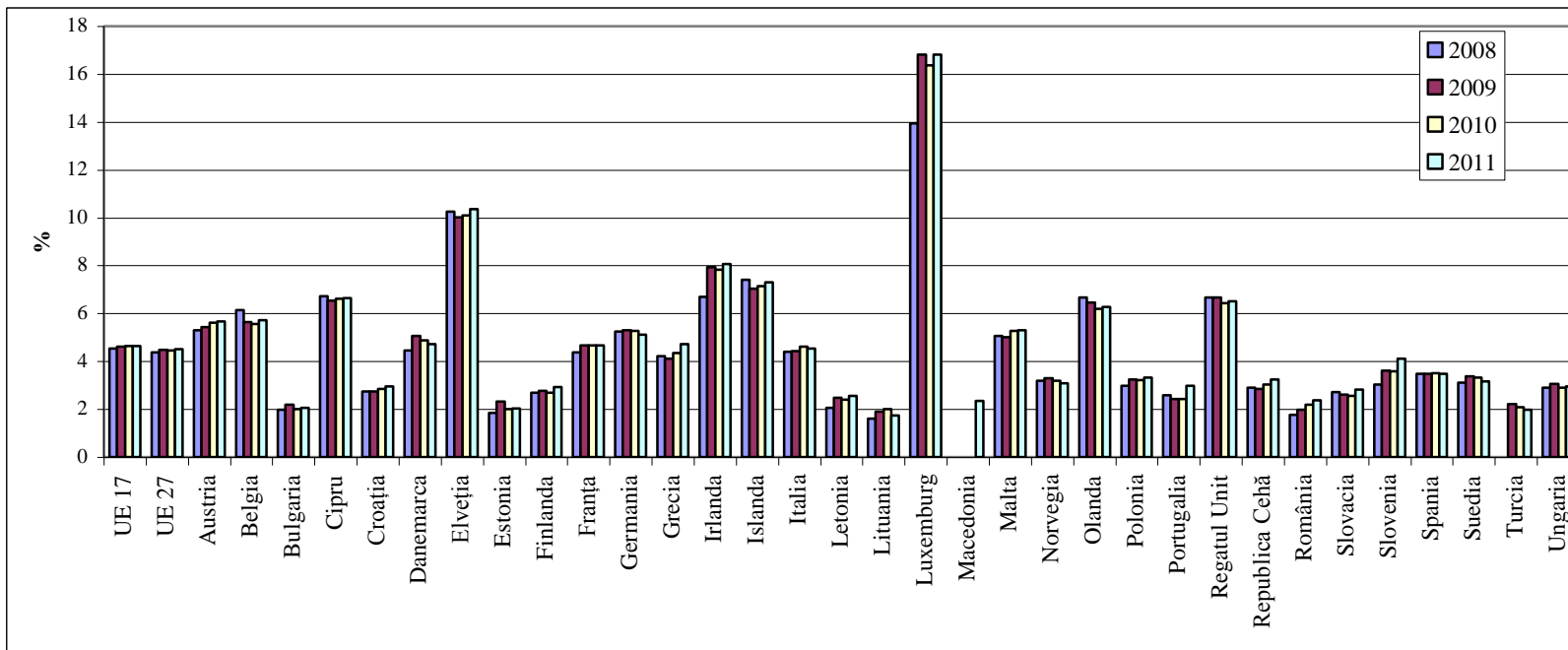
Financiarizarea impune nu doar dezvoltarea unui sector financiar puternic, în general, ci și dezvoltarea unei structuri moderne a acestuia, care să răspundă nevoilor economiei reale și societății și să fie adecvat sistemului instituțional și cultural al țărilor sau al comunităților.



Sursa: Întocmit pe baza datelor Eurostat.

Notă: Pentru Luxemburg, s-au folosit datele din 2006 și 2009.

Fig. 1: Ponderea companiilor financiare în valoarea adăugată brută din UE și din țările componente, precum și din Elveția și Turcia (în %)



Sursa: Întocmit pe baza datelor Eurostat.

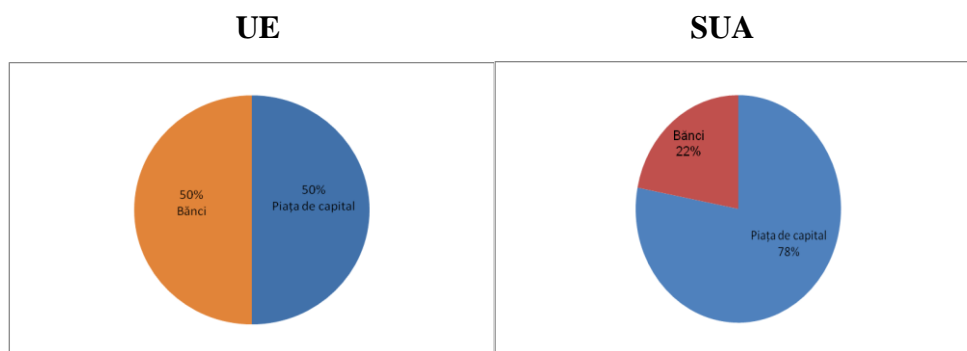
Fig. 2: Ponderea salariaților din sectorul financiar și asigurări în totalul salariaților din UE, din țările componente, precum și din Elveția și Turcia (în %)

2.2. Două subsisteme concurente – piața bancară și piața de capital

În diferite scrieri economice este arătat faptul că structura dominantă a sistemului financiar din economiile moderne este reprezentată de două subsisteme: de cel bancar și de piața de capital. Aceste subsisteme trebuie privite ca fiind nu separate sau independente unul față de altul, ci concurente sau ca alternative de dezvoltare a sistemului financiar.

Există diferențe semnificative între țări în ce privește gradul de dezvoltare al celor două categorii de piețe, cea bancară și cea de capital. Într-adevăr, în unele țări (Germania, Japonia, Olanda, România etc.), sectorul bancar este mai dezvoltat, iar în alte țări, piața de capital este mai dezvoltată (SUA, Regatul Unit etc.) (Zisman, 1983; Albert, 1991; Amable, 2003; Demirgüç-Kunt și Levine, 1999; Levine, 2000; Hardie și Howarth, 2010; Ergungor, 2002).

Făcând comparabile și determinând activele financiare cu care se pot exprima magnitudinea și locul pe care îl ocupă în fiecare economie piața de capital și cea bancară, se evidențiază o diferență majoră între UE și SUA. Astfel, în SUA, ponderea activelor pieței de capital în totalul activelor financiare este mult superioară (78%) ponderii activelor bancare (22%). În UE, ponderile activelor celor două categorii de piețe sunt egale (50% și 50%) (fig. 3)³.



Sursa: World Economic Forum, *Rethinking Financial Innovation*, 2012.

Fig. 3: Ponderea sistemului bancar și a pieței de capital în valoarea totală a activelor financiare, în UE și SUA, 2012 (%)

³ Mărimea pieței de capital este exprimată prin valoarea acțiunilor plus valoarea titlurilor de credit garantate; mărimea piețelor bancare este exprimată prin valoarea activelor bancare (IMF, *Global Financial Stability Report 11/2011: Selected indicators on the size of the capital markets*, 2010).

În Europa, există diferențe notabile între țări, și anume între cele cu o îndelungată tradiție în dezvoltarea sectorului bancar – Germania, Luxemburg, Elveția, Olanda - și cele în care piața de capital a cunoscut o dezvoltare mai rapidă – Regatul Unit, Danemarca ș.a. Aceste diferențe ne arată mărimea contribuției fiecăreia din cele două categorii de piețe la finanțarea economiei. *Deinet* (2012) afirmă că piața de capital ar avea vocație mai mare decât cea bancară pentru promovarea inovațiilor în economie și a finanțării investițiilor pe termen mediu și lung. Cât privește perspectiva pe care o are fiecare piață în viitor, aceasta va depinde de modurile de reglementare, de inovările financiare și de disponibilitatea fiecăreia de a reduce costurile de tranzacție.

Din dezbaterile pe tema alternativelor concurente ale celor două piețe, unii autori conchid că ar fi vorba mai degrabă de căi specifice de dezvoltare capitalistă a economiilor naționale, iar alți autori rămân la ideea mai realistă că este vorba de diferențe de dezvoltare datorate sistemului instituțional predominant (legislație, grad de reglementare, tradiții etc.) și gradului de inovare financiară care, împreună, modelează abilitățile țărilor de a crea condițiile necesare pentru a valorifica avantajele fiecărei alternative (*Demirgüç și Levine, 1999; Ergungor, 2002*). Abilitățile se schimbă în timp și, odată cu aceasta, se schimbă rolul și ponderile celor două subsisteme în cadrul sistemului financiar.

2.3. Creșterea complexității și dimensiunii sistemului

Analiza de mai sus este o schiță bazată pe ipoteza tradițională a existenței și funcționării celor două categorii de piețe concurente – bancară și de capital. Evident, aceasta este o interpretare prea simplă a structurii și funcționării sistemului financiar actual. În ultimele trei sferturi de secol, au avut loc schimbări profunde în acest sistem, determinate de acumulările masive de capital, de introducerea inovărilor informatice și financiare, de relaxarea reglementărilor și liberalizarea mișcării capitalurilor. Ele au fost caracterizate în diverse forme și direcții, ca, de exemplu:

- apariția și dezvoltarea așa-numitului sistem bancar din umbră (shadow banking system), care cuprinde băncile de investiții, fondurile pieței monetare, fondurile de acoperire (hedge funds), fondurile „private equity”, vehicule cu scopuri speciale etc. În acest sistem, reglementările sunt mai relaxate decât în cel bancar;
- dezvoltarea instituțiilor financiare de tipul fondurilor de pensii, fondurilor mutuale, fondurilor de asigurări etc. ca jucători importanți pe piețele financiare;
- producerea unor schimbări spectaculare ale unor tipuri (categorii) de tranzacții financiare din sistemul bancar: extinderea creditelor acordate persoanelor fizice și gospodăriilor, creșterea creditelor ipotecare etc.;

- apariția și dezvoltarea puternică a piețelor fără cotare (over the counter – OTC), stimulate mai ales de dezvoltarea securitizării (titrizării) și de folosirea derivatelor financiare;
- integrarea piețelor financiare la nivel global, prin ridicarea barierelor în calea circulației libere a investițiilor directe de capital, a investițiilor financiare etc.;
- integrarea piețelor financiare la nivelul Uniunii Europene prin crearea monedei unice (euro) și a zonei euro, în care au acces în mod obligatoriu țările membre ale UE (cu excepția Angliei), pe măsură ce acestea îndeplinesc criteriile de convergență.

O mare parte din sistemul financiar din umbră (incluzând și sisteme de asigurări) s-a transformat în conglomerate financiare multinaționale gigant. Acestea funcționează în baza unor reglementări relaxate, adeseori ocolesc reglementările și stimulează inovarea și folosirea noilor instrumente financiare, dar și a unor tranzacții financiare opace. Se estimează că, în SUA, în termenii volumului activelor, sistemul bancar din umbră este echivalent cu sistemul bancar clasic (Stockhammer, 2010; Adrian și Shin, 2010). În Europa, inovările financiare s-au produs cu un anumit decalaj și nu au fost atât de impetuoase ca acelea din SUA, iar dezvoltarea sistemului bancar din umbră, inclusiv a OTC este mai estompată decât în SUA, ceea ce face ca influența acestuia să nu fie atât de puternică.

2.4. Incongruențe și efecte

Creșterea complexității structurii sistemului financiar pe căile menționate ridică probleme importante mai ales de ordin funcțional. Acest fapt generează serioase hiatusuri, incongruențe, defazări și neadecvări. Lăsate nesoluționate sau soluționate doar parțial și cu întârziere, toate aceste neajunsuri contribuie la accentuarea fragilității sistemului financiar. De exemplu, la nivelul UE și mai ales la cel al zonei euro, criza datoriilor a pus în evidență existența unor anomalii instituționale extreme, care conduc inevitabil la declanșarea unor crize financiare de mari proporții (Smith, 2012). Anomaliile instituționale provin de la următoarea situație bine cunoscută, însă nesoluționată: în materie monetară, odată cu integrarea în zona euro, deci odată cu renunțarea la moneda națională și cu adoptarea monedei unice, cele 17 țări membre *au renunțat la suveranitatea națională în materie de politică monetară*. Politica monetară a acestora a fost preluată la nivelul UE de Banca Centrală Europeană (BCE). Însă, *în materie fiscală și bugetară, s-a păstrat suveranitatea națională a fiecărei țări, prin aplicarea unor politici proprii*. Această dualitate este de natură să lipsească de instrumentele financiare și economice necesare atât guvernele naționale, cât și Comisia Europeană pentru a controla echilibrele macroeconomice și financiare. În această nouă construcție, nu s-a mers până la capăt cu

adecvarea mecanismelor financiare la noile cerințe. Cu alte cuvinte, s-a menținut și încă se menține contradicția fundamentală reprezentată de segregarea tradițională dintre sistemul financiar și sistemul fiscal-bugetar, fapt ce favorizează adâncirea dezechilibrelor și instabilității financiare și economice. Această contradicție constă în următoarele:

- În cazul apariției dezechilibrelor monetare, BCE nu intervine pe piața financiară ca creditor de ultimă instanță asemănător unei adevărate bănci centrale; această sarcină este lăsată pe umerii băncilor centrale ale țărilor membre ale zonei euro, fapt care pune la îndoială capacitatea acestor bănci de a face față provocărilor respective.
- Odată cu renunțarea la moneda națională și cu adoptarea euro, a dispărut posibilitatea guvernelor de a aplica politici monetare, ca, de exemplu, folosirea ratei de schimb pentru soluționarea deficitului de cont curent, prin stimularea exporturilor și descurajarea importurilor.
- De asemenea, dispariția monedei naționale a făcut ca fenomenul inflației să nu mai acționeze în economia națională ca un mecanism natural de reglare a unor agregate macroeconomice în cazul apariției unor dezechilibre (creșteri de salarii fără acoperire, creșteri de prețuri, deficite cronice ale contului curent etc.).
- Odată cu adoptarea euro, se pierde controlul asupra importurilor, astfel încât, pentru economiile naționale ce-și bazează dezvoltarea pe creșterea consumului, și nu pe creșterea exporturilor, instrumentul pentru echilibrarea balanței de plăți rămâne în special împrumutul la cele trei niveluri: guvernamental, companii și populație (gospodării).
- Păstrarea politicilor fiscal-bugetare la nivel național, în condițiile renunțării la moneda națională, înseamnă, pe de o parte, izvor de deficite bugetare și de noi împrumuturi, iar pe de altă parte, lipsirea și a autorităților UE din zona euro de a utiliza instrumente economice reale de control și de prevenire a creșterii deficitelor contului curent și a celor bugetare.

Atât timp cât politica monetară, politica fiscal-bugetară și funcționarea piețelor de capital și financiare nu sunt pe deplin integrate (politica fiscal-bugetară rămânând mai departe apanajul guvernelor naționale), UE va rămâne o formă de organizare statală neîncheiată, prizonieră a disensiunilor economice și politice și măcinată de interese centrifuge (locale și periferice), incapabilă de a lua deciziile hotărâtoare și la timpul potrivit, în interesul general al comunităților componente. Primii pași făcuți în ultimul timp, sub presiunea crizei financiare, în direcția integrării fiscal-bugetare (prin Pactul de stabilitate și de creștere și prin documentele subsecvente) sunt încurajatori. Numai că acești pași se fac într-un

ritm mult prea lent, cu multe reticențe și condiționalități din partea politicienilor, față de viteza cu care se desfășoară instabilitatea financiară și față de frecvența acesteia. Prin accelerarea integrării sistemului fiscal-bugetar, s-ar face un pas hotărâtor în direcția consolidării UE ca forță economică și politică în stare să controleze crizele financiare și economice în avantajul tuturor comunităților.

3. Dezvoltarea financiarizării și problema sustenabilității acesteia

În mod obișnuit, economiștii leagă mersul economiei reale de financiarizare, de contribuția pe care trebuie să o aibă financiarizarea la creșterea economiei reale. Subliniind că creșterea economică nu poate fi realizată fără o intermediere financiară adecvată, *Lucian Croitoru* (2012, p. 189) apreciază că, în România, intermedierea financiară are un nivel scăzut față de media zonei euro și susține totodată că reluarea creșterii economice în România la nivelul său potențial nu este posibilă fără creditarea externă, cu condiția însă ca nivelul acesteia, precum și nivelul deficitului de cont curent să fie sustenabile.

În mod tradițional, financiarizarea economiei s-a realizat prin intermediul băncilor, piețelor de capital și, parțial, prin intermediul instituțiilor financiare nebancale, folosind ca instrumente creditul, emisiunea titlurilor de valoare și tranzacționarea acestor titluri. În ultimele decenii însă, mai ales ca urmare a triumfului neoliberalismului, așa cum am arătat mai sus, au căpătat un rol important băncile de investiții, fondurile financiare, precum și marile conglomerate financiare internaționale, iar ca instrumente financiare, s-au impus în mod deosebit creditele ipotecare și derivatele financiare tranzacționate pe piețele OTC. Totodată, de abia în ultimii ani, mai ales ca urmare a experienței negative a UE, s-a ajuns la concluzia efectuării unor pași către integrarea sectorului fiscal-bugetar în procesul de financiarizare, alături de cel bancar și de piața de capital, ținând seama că fiscalul și bugetul, pe de o parte, drenează resurse financiare importante, care însumează 30-60% din volumul total al PIB al țărilor, și, pe de altă parte, ele se află într-o strânsă interdependență cu celelalte componente ale sistemului financiar.

După cum vom vedea mai jos, dezvoltarea instituțiilor financiare și a rolului acestora în financiarizarea economiilor se înscrie într-o anumită dinamică, în funcție de nivelul de dezvoltare și de modernizare a economiilor, de fazele și caracteristicile ciclurilor economice, de inovările produse și de gradul de aplicare a acestor inovări.

Pe lângă recunoașterea rolului pozitiv pe care îl are procesul de extindere și de adâncire a financiarizării economiei, se constată însă creșteri exuberante ale unor componente ale sistemului financiar care nu pot fi susținute de sistem și care provoacă instabilitatea acestuia prin dezechilibre produse. Totodată, în dezbaterile științifice asupra financiarizării, este frecvent pusă pe prim-plan ideea că finanțele domină economia reală și că acestea își extrag rente crescânde din economia reală prin mecanismele financiare sofisticate și opace și prin acceptarea hazardului moral și chiar stimularea acestuia, sub diferite pretexte.

3.1. Financiarizarea prin îndatorare

Unul dintre cele mai cunoscute și importante mijloace de financiarizare este creditarea atât a sectorului privat (companii, populație etc.), cât și a sectorului public. Cu ajutorul creditării, comunitățile pot rezolva probleme economice vitale: realizarea unor proiecte de dezvoltare, procurarea de lichidități, acoperirea unor deficite de cont curent sau bugetare etc. Atât timp cât creditarea se face în limite rezonabile de prudențialitate și nu intervin factori puternic perturbatori, financiarizarea prin îndatorare constituie un factor pozitiv al dezvoltării economice și sociale. Însă realitatea recentă este departe de a confirma ipoteza rezonabilității.

3.1.1. Explozia îndatorării

Relaxarea excesivă a piețelor financiare prin masive dereglementări, precum și sporirea enormă a disponibilităților bănești de pe piețele financiare și practicarea unor notări incorecte din partea agențiilor de rating etc. au condus la o ieftinire puternică a creditelor și, ca urmare, la o încurajare a creșterii exuberante generale a gradului de îndatorare internă și externă, atât privată, cât și publică, în majoritatea țărilor lumii. La acestea se mai adaugă nu numai dorința generală a băncilor de a-și spori profiturile prin oferte masive și ieftine de credite, cu o relaxare generală față de risc în raporturile cu agenții economici în diferitele faze ale ciclului economic, ci și înclinația de nestăvilire a multor politicieni de a promova politici populiste pe seama îndatorării publice, indiferent de intoleranța la datorie a țărilor lor. Iată un minim de explicații privind ritmul și nivelul extrem de ridicat la care a ajuns gradul de financiarizare prin îndatorare chiar și a acelor țări cu tradiție în materie de politică financiară prudențială (Germania, Franța etc.).

În tabelul 1 se redau, sub formă de exemple, nivelul, structura și evoluția îndatorării din unele țări dezvoltate și din țări central și est-europene în fazele: înainte de criză și după criză. Potrivit datelor din tabel,

nivelul îndatorării totale întrece nivelul PIB din țările menționate într-o gamă largă de variații – de la 1,22 ori în România la 6,63 ori în Irlanda. Faptul ca în România acest indicator este doar de 1,22 nu exprimă adevărata sa valoare, dacă nu este privit și în dinamică. Într-adevăr, în perioada 2000-2008, gradul de îndatorare al României a crescut cu 866 de puncte procentuale față de 7-323 de puncte procentuale cu cât a crescut în celelalte țări cuprinse în tabel. Scăderea cu 10 pp a îndatorării României în perioada 2008-2011 este un fapt pozitiv. Continuarea acestei tendințe de scădere este pe cât de necesară pe atât de dificilă, dacă se au în vedere, pe de o parte, structura și sursele limitate ale veniturilor pe care contează România și, pe de altă parte, volumul ridicat al cheltuielilor bugetare și cel al costurilor crizei economice. O variabilă importantă pentru continuarea tendinței menționate o constituie și disponibilitatea politicianilor de a respecta, prin deciziile politice, cerințele legate de restabilirea echilibrelor financiare, precum și determinarea lor de a aplica reformele economico-financiare și instituționale care să asigure sustenabilitatea acestor echilibre.

Tabelul 1

Nivelul îndatorării în raport cu PIB, structura acesteia în trim. II 2011 și variația gradului de îndatorare al unor țări dezvoltate și al României, în 2000-2008 și 2008-trim. II 2011 (%)

Nr. crt.	Țări	Nivelul îndatorării în raport cu PIB, în trim. II din 2011					Variația datoriilor totale (puncte procentuale)	
		Total datorii ¹⁾	din care				2000-2008	2008-trim. II 2011
			Guvern	Populație (gospodării)	Inst. fin.	Corporații nonfinanciare		
1.	Irlanda	663 ²⁾	85	124	259	195
2.	Regatul Unit	507	81	98	219	109	177	20
3.	Spania	363	71	82	76	134	145	26
4.	Portugalia	356 ²⁾	79	94	55	128
5.	Franța	346	90	48	97	111	89	35
6.	Italia	314 ²⁾	111	45	76	82	68	12
7.	Germania	278	83	60	87	49	7	1
8.	Japonia	512	226	67	120	99	37	30
9.	Coreea de Sud	314	33	81	93	107	91	-16
10.	Ungaria	309	80	37	62	130	252	-3
11.	SUA	279	80	87	40	72	75	-16
12.	Australia	277	21	105	92	59	77	-14
13.	Canada	276	69	91	63	53	39	17
14.	Bulgaria	177	17	25	15	120	323	2
15.	Polonia	161	60	36	22	43	161	26
16.	R. Cehă	146	46	31	22	47	163	20
17.	ROMANIA	122	34	20	18	50	866	-10

1) Include toate datoriile și titlurile de valoare cu venituri fixe ale gospodăriilor, corporațiilor, instituțiilor financiare și guvernului.

2) Date din trim. I 2011.

Sursa: McKinsey Global Institute, *Updated research, Debt and developing: Uneven progress on the path to growth*, January 2012, p. 2 și 5. Pentru România și celelalte țări central și est-europene, - date Eurostat, cu raportările valorilor de la sfârșitul anului 2011.

În indicatorul îndatorării totale sunt cuprinse următoarele trei categorii de îndatorare: cea guvernamentală (publică), cea a populației și cea a sectorului de afaceri (instituții financiare și corporații nefinanciare), fiecare dintre aceste categorii având obiective și situații specifice, pe care le vom reda pe scurt în cele ce urmează.

3.1.2. Îndatorarea publică

Îndatorarea guvernamentală sau publică reprezintă un mijloc important de financiarizare. În legătură cu aceasta, facem următoarele trei remarci:

- Îndatorarea publică se ridică la sume importante în raport cu cele ale veniturilor și uneori chiar cu posibilitățile de rambursare a principalului și cu cele de plată a dobânzilor. În raport cu mărimea PNB, îndatorarea publică reprezintă proporții diferențiate pe țări: de la 17% în Bulgaria la 111% în Italia și la 226% în Japonia. În România, îndatorarea publică, la sfârșitul anului 2011, se ridică la 34% din PIB, cu tendință de creștere. În Grecia, în decurs de patru ani (din 2006 până în 2010), datoria publică a crescut de la 224 mld. euro la 329 mld. euro, iar ponderea plăților numai pentru dobânzi din veniturile guvernamentale (buget), în aceeași perioadă, a crescut de la 11,1% la 14,2%, în condițiile unei scăderi semnificative a PIB (*Smith, 2011*).
- Toate țările Uniunii Europene menționate în tabel, cu excepția Bulgariei, Cehiei și României, au depășit sensibil norma de 60% privind raportul dintre datoria publică și PIB prevăzută în lista criteriilor de convergență a Tratatului de la Maastricht.
- Din cauza gradului înalt al îndatorării publice și practicării unor politici financiare cu bugete slabe (soft budgets) (*Kornai, 1980*), *nevoile de finanțare brută au sporit enorm, nevoi izvorâte atât din ajungerea la maturitate a datoriilor (inclusiv dobânda), cât și din deficitele bugetare*. În 2012, aceste nevoi, raportate la PIB, reprezintă pentru țările avansate o medie de 25,7%, din care: Italia 28,7%, Portugalia 26,7%, Spania 20,9%, Japonia 59,1%. Nevoile de finanțare, în 2012, se ridică pentru Ungaria la 19,3% și pentru România la 12,3% (*IMF, 2012*). Din cauza ratelor înalte ale serviciilor datoriilor, precum și a faptului că bondurile

guvernamentale și-au pierdut statutul de active fără risc ca urmare a deteriorării ratingului de țară (*Croitoru, 2012a*), a dificultăților de a obține noi credite de pe piețele financiare, a menținerii unor mecanisme financiar-bugetare neadecvate (menționate mai sus) etc., în unele țări din zona euro s-a ajuns la declanșarea crizei datoriilor.

În mod obișnuit, atunci când se analizează gradul de îndatorare a țărilor, se face apel la criteriul de convergență de 60% (prevăzut de Tratatul de la Maastricht) ca limită a datoriei publice în raport cu PIB. La o analiză mai atentă, acest lucru pare a fi de-a dreptul periculos, mai ales pentru țările mai puțin dezvoltate, atât timp cât nu se iau în considerare și alți factori și indicatori importanți, cum sunt: ritmul de creștere a îndatorării publice, raportul dintre exportul net și PIB, precum și gradul de intoleranță la datorie a țărilor. De altfel, însuși nivelul acestui criteriu de convergență, luat ca reper limită cu valabilitate generală, este vulnerabil, întrucât este lipsit de fundamentare. În istoria recentă, există numeroase cazuri de țări care, deși s-au situat cu mult sub limita prescrisă de UE, au fost totuși lovite grav de criza creditelor tocmai din cauza gradului lor ridicat de intoleranță la credit (*Reinhart și Rogoff, 2009*).

3.1.3. Îndatorarea populației

Un alt tip semnificativ de răspândire a financiarizării este cel referitor la creșterea îndatorării populației (gospodăriilor). Acest tip de îndatorare se ridică la niveluri importante în raport cu PIB. El variază în țările central și est-europene de la 20% în România la 37% în Ungaria, iar în restul țărilor cuprinse în tabelul 1, de la 37% în Coreea de Sud la 124% în Irlanda. Capitolele cele mai importante ale acestui tip de îndatorare se referă la creditele ipotecare pentru construcția de locuințe, creditele pentru cumpărări de bunuri de folosință îndelungată, pentru cumpărări de automobile, pentru concedii, pentru școlarizare, creditele pe card ș.a.

Proporția exagerată la care a ajuns îndatorarea populației, mai ales prin creditele ipotecare și prin alte tipuri de credite substandard, a constituit principalul detonator al crizei din 2007 în SUA și din 2008 în Europa, cu efect de contagiune aproape în toate țările.

Economiștii radicali interpretează acest fenomen de supraîndatorare ca pe unul care derivă din tendința capitalismului contemporan de distribuție inechitabilă a veniturilor în economie, în favoarea corporațiilor financiare și în

defavoarea salariaților. Îndatorarea excesivă a populației, în opinia acestora, nu este altceva decât rezultanta scăderii relative a nivelului salariului real, este o formă de compensare a acestei scăderi. Din nefericire, chiar și această compensare este năruită de criza financiară. Populația devine tot mai captivă sistemului financiar, ea fiind obligată să-și plătească datoriile la valoarea inițială a activelor, dar, din cauza crizei, aceste active și-au pierdut valoarea la mai puțin de jumătate față de valoarea lor inițială.

3.1.4. Îndatorarea mediului de afaceri; factori și efecte

O altă cale de financiarizare prin intermediul creditului, cu un rol important în economie și cu un raport semnificativ față de PIB, este cea din domeniul afacerilor private (instituții financiare și corporații nefinanciare).

Din datele prezentate, se observă existența unui grad înalt de financiarizare a firmelor (rezultat din însumarea celor financiare cu cele nefinanciare) și, totodată, existența unei diferențe semnificative între țări, în această privință. Luată împreună, cele două categorii de firme din unele țări însumează datoriile în raport cu PIB la un nivel extrem de ridicat, acestea variind de la 65% în Polonia la 454% Irlanda; în România, acest raport a fost de 68% din PIB etc. Riscurile pe care le prezintă asemenea credite depind nu numai de puterea financiară a firmelor, ci și de eșalonarea în timp a rambursării acestor credite, moneda în care este făcut creditul, fluctuația dobânzii, a cursului de schimb etc.

Gradul de răspândire a creditelor este diferențiat și în cadrul economiilor naționale, în funcție de proporția cererilor de credite ale firmelor, precum și de mecanismele și de sistemul instituțional care favorizează sau împiedică accesul firmelor la sursele de credit. Datele cuprinse într-un studiu al Băncii Mondiale (*The World Bank*, 2012) relevă faptul că, atât la nivel mondial și la cel al OCDE, cât și la nivelul unor țări europene membre UE, în 2009, procentele de firme care nu au avut nevoie de împrumut au oscilat între 39% și 59%, iar procentele de firme care s-au împrumutat ori au avut linii de credit bancar s-au ridicat, la nivel mondial, la 35,9%, iar la nivelul țărilor central și est-europene la 40,2%-71,2% (tabelul 2).

Tabelul 2

Indicatori care evaluează accesul firmelor la sursele de credit, cerințele de împrumut și accesul la serviciile financiare, pe unele țări și grupe de țări (2009) (%)

Nr. crt.	A	Procentul de firme care se împrumută ori au linii de credit bancar	Proporția împrumuturilor care necesită colaterale (%)	Proporția colateralelor necesare pentru un împrumut (% din suma împrumuturilor)	Procentul de firme care nu au nevoie de împrumut
		1	2	3	4
1.	Nivel mondial	35,9	78,0	163,3	39,4
2.	Europa de Est și Asia Centrală	44,2	81,0	134,7	39,8
3.	Țări OCDE	44,0	71,4	128,4	53,0
4.	Bulgaria	40,2	83,4	145,2	41,8
5.	Cehia	46,6	71,4	128,4	53,0
6.	Estonia	50,8	71,6	103,5	47,7
7.	Letonia	48,5	75,2	139,8	47,9
8.	Lituania	53,0	83,4	99,2	41,8
9.	Polonia	50,1	62,5	129,3	48,9
10.	România	42,3	75,5	127,7	43,6
11.	Slovacia	42,4	77,5	122,3	52,1
12.	Slovenia	71,2	55,0	115,7	38,7
13.	Ungaria	43,0	84,8	144,7	59,2
14.	Turcia (2008)	56,8	65,1	89,9	38,1

Sursa: The World Bank, International Financial Corporation, *Entreprise Surveys, What Business Experience* (<http://www.enterprisesurveys.org/data/>).

În țările OCDE, proporția împrumuturilor care necesită colaterale se ridică la 71,4%, iar valoarea colateralelor necesare pentru un împrumut, în medie, se ridică la 128,4%. În România, valorile acestora sunt situate, în general, sub mărimile medii ale OCDE. O caracteristică a pieței creditului din România este faptul că, din totalul IMM-urilor, doar aproximativ 25% apelează la credite, iar acestea folosesc 65-70% din totalul împrumuturilor bancare (*Croitoru*, 2011, p. 410).

În legătură cu mecanismele și sistemul instituțional privind accesul la credit, ne vom referi, în primul rând, la cadrul care facilitează accesul și care îmbunătățește alocarea creditului. Acest cadru este format din informațiile asupra creditului și asupra drepturilor legale ale celui care împrumută, adică potențialul său financiar, capacitatea de a folosi activele (în special proprietatea mobilă) sub forma titlurilor de valoare (securities) care generează capital (*The World Bank*, 2012). Potrivit criteriului privind accesul la credit, România ocupă locul 8, alături de Polonia și Bulgaria, din cele 183 de economii, în timp ce Ungaria și Cehoslovacia ocupă locul 48.

Un rol important în extinderea financiarizării îl ocupă criteriul privind protecția investitorilor, cu cele trei dimensiuni: transparența tranzacțiilor între părți, responsabilitatea în comportamentul legăturilor de afaceri, puterea

acționariatului de a controla și demite directorii și personalul care conduc în mod greșit afacerile. Potrivit acestui criteriu, dintr-un număr de 183 de țări analizate, România se află pe locul 46, la egalitate cu Polonia, însă înaintea Cehiei (locul 97) și Ungariei (locul 122) (*The World Bank*, 2012).

Din datele prezentate mai sus, rezultă că România s-a bucurat de condiții relativ favorabile de creștere a gradului de îndatorare privată, alături de celelalte țări dezvoltate și de cele cu economii emergente. Din păcate, literatura economică și politicile financiare guvernamentale au în vedere cu prioritate îndatorarea publică (mai ales externă) și mai puțin îndatorarea privată. În mod real, surpaîndatorarea privată (a firmelor financiare, a celor nefinanciare și a populației) prezintă un risc pentru stabilitatea macroeconomică tot atât de important ca și supraîndatorarea publică. O eșalonare irațională și necontrolată a datoriei firmelor, proporțiile ridicate de credite în valută, incapacitatea de plată și falimentul unor mari firme financiare (bancare și nebankare) pot provoca o criză financiară tot atât de mare cum poate provoca și o insolvență guvernamentală, mai ales pentru acele țări emergente care au un grad înalt de intoleranță la datorie (*Reinhart și Rogoff*, 2012). De exemplu, faptul că, în anul 2009, sectorul privat din România trebuia să achite o datorie externă de 30 miliarde de euro (reprezentând 25% din PIB) a însemnat o mare presiune pe cursul de schimb, creată de cererea mare de valută. O puternică depreciere a leului ar fi dus la o adâncire a crizei economice. Numai Acordul cu FMI, Banca Mondială și UE pentru consolidarea rezervei BNR a putut asigura stabilitatea cursului de schimb și a temperat criza economică.

3.2. Financiarizarea prin securitizare

O altă cale de extindere a financiarizării este securitizarea sau titrizarea. Ea reprezintă un canal alternativ și flexibil de finanțare și constă în transformarea activelor necomercializabile (nelichide) existente sub forma creditelor în active comercializabile (lichide) sub forma titlurilor de valoare (securities) și vânzarea acestora din urmă, pe bază de contract, investitorilor financiari (bănci de investiții, fonduri mutuale, fonduri de risc, fonduri de pensii, societăți de asigurări), prin mijlocirea unor agenții specializate. Cu alte cuvinte, împrumuturile bancare și alte active financiare împachetate împreună cu titluri comercializabile sunt vândute pe piața de capital secundară. În formularea lui *Jobst* (2008), securitizarea este definită ca un proces ce implică împachetarea și reîmpachetarea unor portofolii de instrumente financiare care generează lichidități și care se prezintă sub

formă de titluri de valoare (securities) pentru a fi transferate altor părți, numite investitori⁴.

3.2.1. Obiectivele și rolul securitizării

Securitizarea s-a dovedit a fi extrem de eficientă pe linia obținerii de către banca de origine a lichidităților necesare, a sporirii profitului prin reducerea costurilor de tranzacție și economisirea capitalului propriu și a transferului riscului de credit asupra investitorului cumpărător de titluri.

Dat fiind faptul că multe credite acordate de bănci sunt pe termen lung – creditele ipotecare, creditele pentru cumpărări de mașini, creditele pentru investiții corporale etc. –, ele imobilizează fondurile (capitalul) și grevează bilanțurile băncilor pe același termen. Înțelegem ca un proces prin care creditele băncilor și alte active financiare scoase din bilanț și împachetate în titluri de valoare comercializabile sunt vândute pe piața secundară de capital (Altunbas et al., 2007), securitizarea vine ca o cale importantă de ieșire din asemenea constrângeri⁵.

Transformarea creditelor în titluri de valoare și vânzarea lor către băncile de investiții și către alte investiții financiare înseamnă efecte multiple și convergente cu securitizarea și financiarizarea:

- a) Pentru băncile comerciale, înseamnă obținerea de noi lichidități folosibile la acordarea de noi credite, precum și schimbarea rolului lor din cel de „inițiere și deținere” de credite în cel de „inițiere, reîmpachetare și vânzare” de credite (Altunbas et al. 2007).
- b) Pentru sistemul financiar, înseamnă transferul riscului de credit de la unitatea emitentă a titlului de valoare la noul investitor (cumpărător), concomitent cu extinderea rețelei de intermediere financiară și cu integrarea sistemului financiar (bancar și nebancar) în piața de capital.

⁴ Aplicată în SUA începând din anii 1980, mai întâi la creditele de mașini, securitizarea a fost preluată de agențiile de sponsorizare guvernamentală Fannie Mae și Freddie Mac din domeniul creditelor ipotecare și aplicată pentru sporirea lichidității creditelor, prin emisiunea titlurilor de valoare ale activelor garantate (asset-backed securities). Treptat, domeniile de aplicare a securitizării s-au extins, cuprinzând active ale corporațiilor, active bancare etc. Rolul de inițiere (originate) este jucat de bănci, nu de agenții. În țările europene, în primul rând în Marea Britanie, precum și în cele din zona euro – Belgia, Franța, Germania, Grecia, Italia, Portugalia, Spania etc., securitizarea a început la sfârșitul deceniului 1990, odată cu adoptarea monedei unice, prin aprobarea unor legi specifice care să înlăture obstacolele din calea dezvoltării securitizării (Altunbas et al., 2007; Vink și Thibault, 2008).

⁵ Andreas Jobst, 2008, *What is Securitization?* „Finance and Development”, vol. 47, No. 3 (September); IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2009.

Pe seama securitizării, apar nu numai efecte pozitive, ci și efecte adverse sau negative, care sunt mai imprevizibile și mai puternice decât cele care apar pe seama creditării, din cauza, pe de o parte, a opacității și complexității noilor instrumente financiare folosite, precum și a lipsei de reglementări adecvate și, pe de altă parte, a opacității și volumului ridicat și eterogen al tranzacțiilor. Asemenea efecte subminează însăși stabilitatea sistemului financiar.

Descrierea succintă de mai sus sugerează principalele explicații și premise care stau la baza extinderii securitizării sistemului financiar actual, dar și la baza creșterii fragilității acestuia. Pentru o mai bună înțelegere a proceselor actuale din domeniul securitizării, mai trebuie adăugate câteva referiri la unele caracteristici ale factorilor care acționează în prezent în sistemul financiar, precum și la unii indicatori și instrumente inovative care fac posibilă evaluarea și extinderea securitizării. De asemenea, trebuie făcute referiri și la creșterea complexității, la dificultățile de monitorizare și reglementare, precum și la vulnerabilitățile efectelor produse de securitizare.

3.2.2. Condiții de extindere a financiarizării prin securitizare

Ceea ce face să se deosebească perioada ultimelor decenii de perioadele anterioare sunt condițiile favorabile care asigură o viteză superioară de extindere a financiarizării prin securitizare. Asemenea condiții se referă la:

- progresele realizate în domeniul tehnologiei informației și comunicațiilor, care privesc stocarea, procesarea și transmiterea datelor financiare în timp real și la costuri reduse;
- conceperea și introducerea unor noi instrumente financiare și rafinarea celor existente, care să contribuie la soluționarea problemelor privind lichiditatea în cadrul sistemului bancar, transferul riscului de credit prin comercializarea titlurilor de valoare (securities), să asigure reducerea costurilor de tranzacție și să sporească eficiența folosirii capitalului disponibil al entităților financiare;
- creșterea cererii pentru cumpărarea noilor titluri de valoare, exprimată prin interesul crescând al băncilor de investiții și al instituțiilor financiare (fonduri mutuale, fonduri de pensii, fonduri de risc etc.) de a investi în credite de risc garantate, precum și în active cu rating acceptabil;
- creșterea dimensiunii și diversității piețelor financiare bancare și de capital, ca urmare a proceselor de globalizare și de integrare europeană, prin introducerea monedei unice și restructurarea

instituțiilor financiare la nivelul UE, având ca efect direct sporirea generală a lichidității și a volumului tranzacțiilor cu titluri de valoare și alte instrumente financiare.

3.2.3. Indicatori de volum și de structură, pe tipuri de titluri

Evoluția piețelor titlurilor financiare securitizate – ca principală cale de dezvoltare a financiarizării – se poate ilustra prin diferiți indicatori care caracterizează volumul titlurilor securitizate și structura acestora. Pentru caracterizarea procesului de financiarizare prin securitizare, noi vom folosi următoarele clase de indicatori:

a) Indicatorii de volum, din care:

- volumul valoric al titlurilor emise;
- volumul valoric al stocului datoriilor securitizate;
- valoarea *reținută* a titlurilor securitizate de către instituția emitentă;
- valoarea titlurilor securitizate *plasate* (vândute) investitorilor.

b) Indicatori de structură sistematizați pe tipuri de titluri (securities) emise și comercializate pe piața de capital, după cum urmează⁶:

- titluri garantate cu active (Asset-Backed Securities – ABS), incluzând: credite pentru autovehicule, carduri de credit, împrumuturi de consum, împrumuturi acordate pentru studii, leasing pentru echipamente, credite acordate IMM-urilor;
- titluri garantate prin ipotecă (Mortgage-Backed Securities – MBS), cu variantele: rezidențiale (RMBS) și comerciale (CMBS);
- obligațiuni garantate prin creanțe (Collateralized Debt Obligations – CDO). Această categorie de titluri cuprinde bondurile și creditele (loans). Din categoria CDO sunt derivate așa-numitele CDO sintetice și CDO la pătrat.

CDO, ca și MBS sunt emise printr-o instituție specializată, numită Special Purpose Vehicles (SPV).

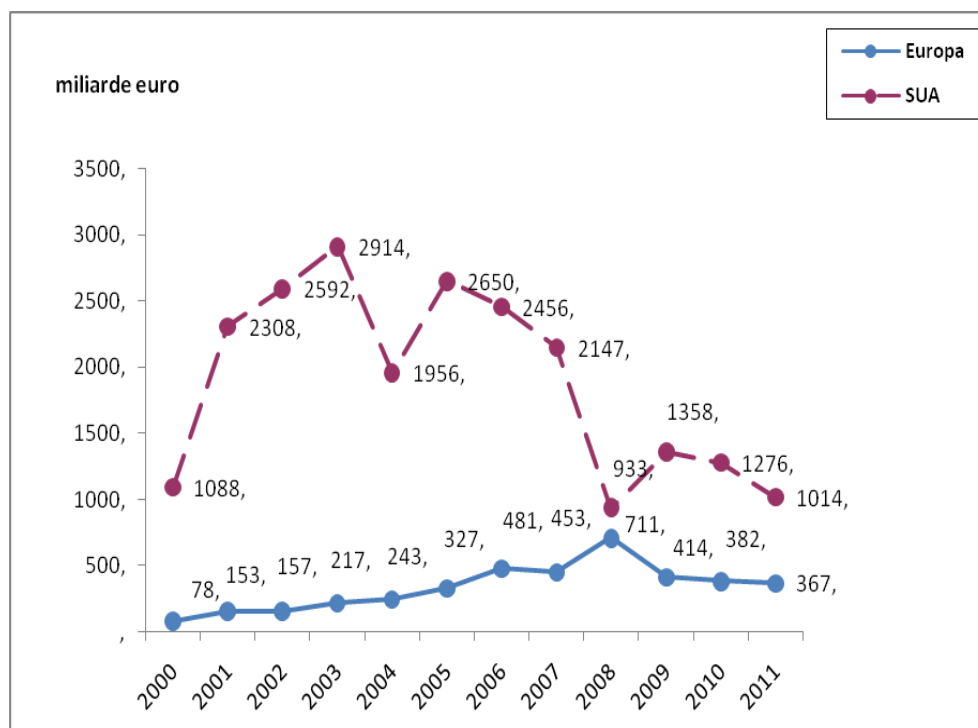
În ultimul timp, lista inovărilor de instrumente s-a completat cu următoarele categorii: Credit Default Swap (CDS), derivate monetare și financiare, indici bursieri, private equity și altele (*Duffie, 2007; Altunbas et al., 2007; Jobst, 2005; ECB, 2009*).

⁶ Vezi: M. Choudhri și F.J. Fabozzi, 2004, *The Handbook of European Structured Financial Products*, Wiley Finance; Dennis Vink și André E. Thibault, 2007, *ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis* [Vink_ABSMBS COO.pdf].

3.2.4. Ilustrări privind dezvoltarea securitizării și efectele produse în funcție de ciclul financiar

Deși au o istorie relativ scurtă, piețele noilor produse financiare au cunoscut o creștere importantă atât în SUA, cât și în Europa (mai ales în țările cu sisteme financiare dezvoltate). Dintre principalii factori care stau la baza acestui fenomen de creștere, pot fi menționați: avantajele oferite de noul mecanism de finanțare deopotrivă pentru emitenți și pentru investitori; cererea sporită a investitorilor; susținerea acestora din partea agențiilor guvernamentale ale SUA și din partea BCE.

Pentru a ilustra cu date acest fenomen, vom folosi mai întâi indicatorul privind evoluția volumului emisiunilor de active financiare securitizate în perioada 2000-2011 (fig. 4).



Sursa: AFME, Finance for Europe, *Securitisation Data Report Q4: 2011*.

Fig. 4: Evoluția volumului valoric al emisiunilor de titluri financiare securitizate emise în Europa și SUA, în 2001-2011, miliarde euro

Evoluția acestui indicator aproximează evoluția ciclului financiar. Astfel, în Europa, volumul valoric al titlurilor emise a crescut din 2000 până în 2008 de peste 9 ori⁷, iar din 2008 până în 2011, volumul acestor produse financiare a scăzut aproape la jumătate. În SUA, volumul valoric al produselor financiare securitizate emise a cunoscut o creștere din 2000 până în 2005 de 2,4 ori, însă, față de acest din urmă an, în 2011, volumul valoric al acestora a reprezentat doar 35%.

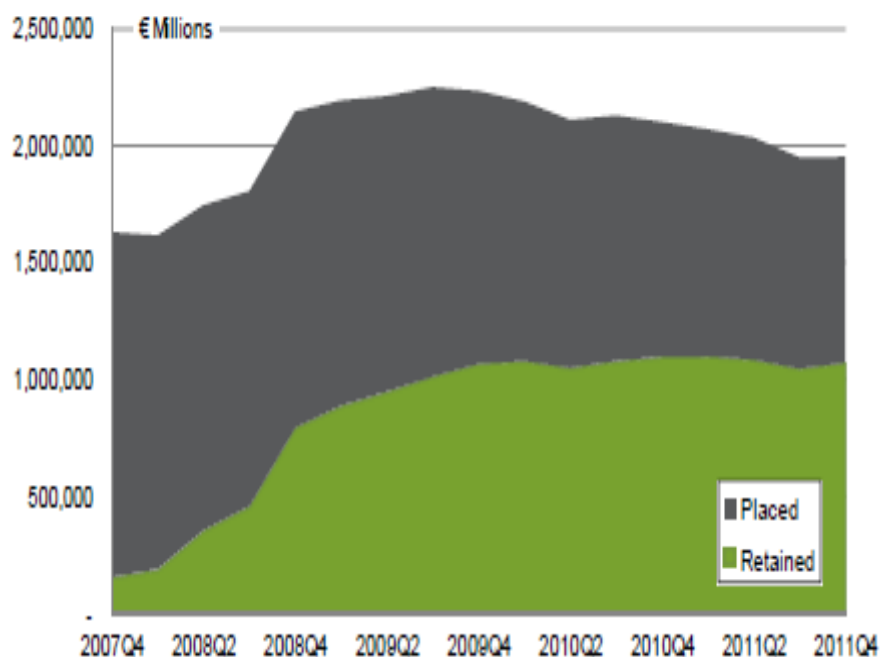
Până la izbucnirea crizei, întreaga valoare a titlurilor emise în Europa era plasată investitorilor, concomitent cu scoaterea lor din bilanț și cu transferul riscului de credit la investitori. De la izbucnirea crizei însă, odată cu scăderea drastică a valorii totale a emisiunilor de titluri financiare securitizate, proporția celei plasate a suferit o adevărată prăbușire: la circa 50% în 2007, 5% în 2008 și 6% în 2009. De-abia începând din ultimii ani se înregistrează o ușoară revenire: 23% în 2010 și 24% în 2011. Restul ponderii de 77% și, respectiv, de 76% a fost reținut de băncile emitente.

Pentru a caracteriza locul ocupat de securitizare în procesul de financiarizare și evoluția acestui loc, vom folosi un indicator adecvat, mai cuprinzător decât cel precedent, și anume acela privind *volumul valoric al stocului datoriilor securitizate*. Aplicația acestui indicator pe cazul Europei arată o variație mai puțin accentuată produsă de criză: dacă în 2007 (trim. IV), stocul valoric al titlurilor privind datoria securitizată era de circa 1,65 trilioane euro, în 2011 (trim. IV), acest stoc a ajuns la 1,95 trilioane euro⁸, cu o cotă plasată la investitori de 45% și cu o cotă reținută în bilanțurile băncilor sau folosită repo⁹ de 55% (fig. 5).

⁷ Trebuie subliniat faptul că fluxul net al titlurilor emise în anul 2006, în Europa, a reprezentat circa o cincime din totalul creditelor bancare acordate gospodăriilor și corporațiilor nonfinanciare (Altunbas et al. 2007, p. 11).

⁸ În SUA, piața (stocul) titlurilor securitizate, în 2010, trim. IV, a reprezentat o valoare de 7,86 de trilioane de euro, adică circa 85% din PIB al SUA sau 12% din valoarea pieței obligațiilor corporațiilor americane (Altunbas et al., 2007).

⁹ Repo = vânzarea de titluri de valoare, împreună cu înțelegerea ca vânzătorul să răscumpere (to buy back) titlurile la o dată ulterioară, la un preț mai mare față de prețul de vânzare inițial.



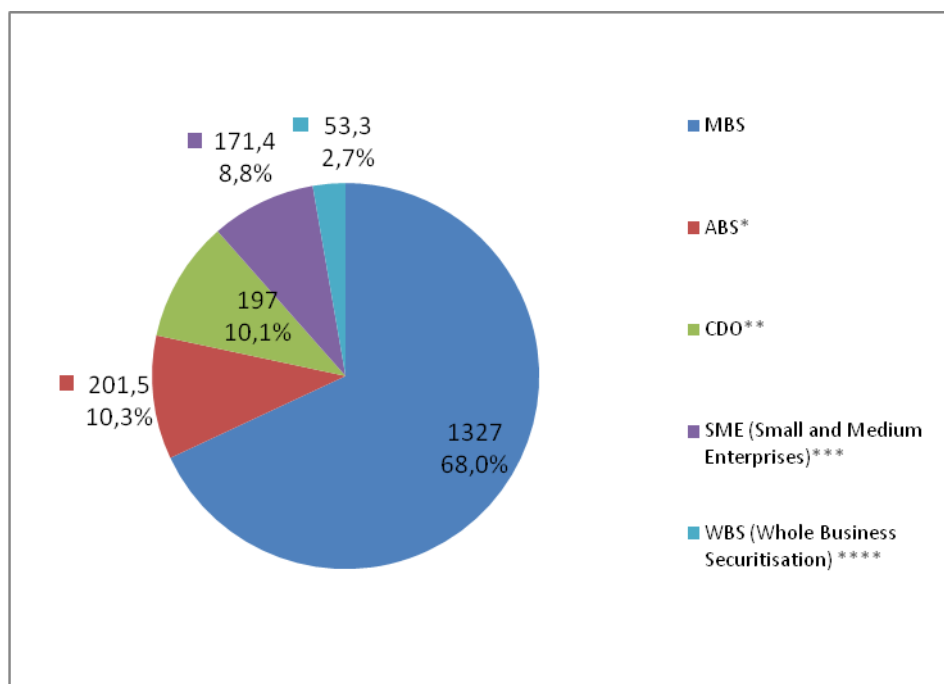
Sursa: AFME, Finance for Europe, *Securitisation Data Report Q4: 2011*.

Fig. 5: Evoluția volumului valoric al stocului datoriei securitizate a Europei, 2007-2011 (trim. IV)

În SUA, volumul valoric (stocul) al titlurilor financiare securitizate s-a ridicat la 11 trilioane de dolari în decembrie 2008, reprezentând circa 84% din PIB al țării. În perioada postcriză, stocul valoric al titlurilor securizate nu a suferit o scădere semnificativă nici în cazul SUA, mai ales din cauza intervenției agențiilor guvernamentale de garantare a creditelor ipotecare.

3.2.5. Structura securitizării pe tipuri de titluri

Un alt aspect ce merită a fi analizat în domeniul securitizării este structura acestuia, sistematizată pe tipuri de titluri emise și comercializate pe piața de capital. Studiind statisticile *AFME/Finance for Europe* (2011) privind structura volumului valoric al stocului de titluri securitizate (colaterale), se observă diferențe apreciable în ce privește ponderea diferitelor tipuri de titluri securitizate (colaterale) (fig. 6).



* Cuprinde: împrumuturi auto, card de credit, împrumuturi consumatori și studenți ș.a.

** Include CDO denumite într-o monedă europeană, indiferent de țara colateralei.

*** SME = IMM: întreprinderi mici și mijlocii. Aceasta a fost extrasă din categoria CDO.

**** Anumite emisiuni de WBS pot fi încadrate în clasele ABS sau CMBS.

Sursa: AFME, Finance for Europe, *Securitisation Data Report Q4: 2011*, p. 9.

Fig. 6: Structura volumului valoric al stocurilor de titluri securitizate (colaterale) europene, repartizate pe tipuri de titluri, în miliarde euro și %

În anul 2011 (trim. IV), cele mai importante ponderi le-au avut în Europa următoarele tipuri de titluri: RMBS (61,6%), ABS (10,3%), CDO (10,1%) și cele destinate SME (IMM) (8,8%)¹⁰. În SUA, ponderile cele mai mari le-au ocupat tipurile: MBS aparținând agențiilor guvernamentale împreună cu sectorul neguvernamental (81,3%) și ABS (18,7%). Prin urmare, atât în Europa, cât și în SUA, volumul dominant îl dețin titlurile securitizate privind împrumuturile ipotecare (RMBS și CMBS) (AFME/Finance for Europe, 2012). Primatul acestor tipuri în totalul titlurilor se explică în mare măsură prin susținerea lor din partea autorităților publice, având în vedere implicațiile sociale pe care le au creditele respective.

¹⁰ Structura din 2011 (trim. IV) este asemănătoare cu cea din 2010 (trim. IV).

3.2.6. Gestionarea defectuoasă a riscului

Evoluția financiarizării prin securitizare este strâns legată de mărimea riscului, precum și de modul cum riscul este gestionat de către agențiile de rating. După cum am văzut mai sus, transferul creditelor pe termen mediu și lung, caracterizate în general printr-un grad ridicat de risc, s-a bucurat de un real succes, printr-o creștere fără precedent a emisiunilor de titluri securitizate și a stocului datoriiilor securitizate. Din analizele critice efectuate de diferite instituții și de diverși autori (*US Senate*, 2011; *Crotty* și *Epstein*, 2009; *IMF*, 2009; *Crotty*, 2009), rezultă că acest succes a fost cu atât mai mare cu cât opacitatea, distorsiunile informației și complexitatea noilor instrumente financiare au fost mai mari, iar răspândirea rapidă a securitizării s-a făcut în măsura în care a crescut rolul băncilor de investiții și al instituțiilor financiare și în măsura în care băncile comerciale au început să preia și rolul de investitori financiari.

Potrivit raportului FMI privind stabilitatea financiară globală (*IMF*, 2009) și raportului subcomitetului permanent de investigații al Senatului SUA (*US Senate*, 2011), o cauză importantă care a determinat creșterea atât de rapidă a securitizării, dar și una care a stat la originea crizei financiare a fost tendința agențiilor de rating de a umfla în mod artificial calificativele creditelor (inflated credit ratings), ceea ce a însemnat mascarea adevăratului risc (*US Senate*, 2011) la creditele pe termen mediu și lung securitizate.

Această practică a predominat până în 2007, până când vasta majoritate a titlurilor MBS, ABS și CDO a fost notată cu calificativul maxim (AAA), ceea ce a asigurat ponderea preponderentă a acestei clase de rating în totalul activelor securitizate atât în SUA, cât și în Europa.

Criza din 2007 și 2008 a scos la iveală faptul că o bună parte dintre aceste titluri (securities) deținute de investitori sau tranzacționate au fost substandard când a avut loc o prăbușire a valorii lor de piață. Sub presiunea acestei prăbușiri, agențiile de rating, pentru a scăpa de povara greșelilor, au început să revizuiască notările la un număr tot mai mare de titluri (securities), micșorând numărul de la clasa AAA și măbind numărul la clase inferioare, cu riscuri și probabilități de dificultăți mai mari: AA, A, BBB, BB, B etc. (tabelul 3).

Tabelul 3

Ponderea claselor de rating stabilite de Moody's pentru activele securitizate în totalul activelor securitizate în Europa și SUA (%)

Clasa ratingului acordat	Europa					SUA				
	2008 trim.1	2008 trim.4	2009 trim.4	2010 trim.4	2011 trim.4	2008 trim.1	2008 trim.4	2009 trim.4	2010 trim.4	2011 trim.4
AAA/Aaa	85,45	81,09	75,64	73,42	65,74	81,76	62,98	37,78	33,71	28,63
AA/Aa	5,22	6,54	9,81	10,63	12,27	5,37	8,67	10,41	9,76	8,08
A/A	4,37	5,58	5,87	5,79	8,95	3,95	6,75	7,62	6,12	6,01
BBB/Baa	3,85	4,18	3,81	5,45	6,91	4,82	7,57	7,32	5,43	6,13
BB/Ba	0,84	1,21	1,46	1,50	2,20	1,41	3,06	6,04	3,95	4,78
B/B	0,10	0,44	0,87	0,77	1,12	1,09	2,71	8,49	6,14	7,77
CCC/Caa	0,05	0,57	1,15	1,14	1,28	0,66	3,00	11,18	15,38	17,83
CC/Ca	0,03	0,17	0,89	0,86	1,14	0,47	2,60	5,61	9,38	10,12
C/C	0,07	0,21	0,50	0,44	0,38	0,45	2,66	5,55	10,13	10,64
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Sursa: AFME, Finance for Europe, *Securitisation Data Report Q4: 2008-Q4: 2011*.

Această revizuire s-a produs în proporții foarte mari în SUA și într-o măsură mai moderată și cu un anumit decalaj de timp în Europa. De exemplu, dacă în 2008, trim.I, clasa AAA cuprindea în Europa 85,45%, iar în SUA 81,76% din valoarea totală a activelor securitizate, în 2011, trim. IV, clasa AAA mai cuprindea doar 65,74% în Europa și numai 28,63% în SUA¹¹. Locul clasei superioare AAA l-au luat, în Europa, în special clasele AA, A și BBB, iar în SUA, în special clasele CCC, CC, AA și B.

Împărțind ratingurile pe așa-numitele tranșe (A, B, C, D), primele care absorb pierderile sunt tranșele inferioare cu risc mai mare, rămânând ca tranșele superioare să absoarbă pierderile doar în măsura în care cele inferioare nu reușesc să o facă, întrucât nu dispun de rezervele financiare necesare.

În asemenea condiții, băncile au redus în mod drastic emisiunile de produse financiare securitizate, iar investitorii au avut serioase reticențe în a mai formula noi cereri pentru aceste produse financiare, fapt ce a contribuit la contracția (restrângerea) procesului de financiarizare și la o prelungire a duratei crizei financiare.

Repornirea activității de securitizare pe baze sănătoase (nu prin reținerea, ci prin plasarea titlurilor emise către investitori) se poate face prin restabilirea încrederii investitorilor în piața produselor securitizate, în primul rând, prin asigurarea unei simetrii a informației și o distribuie echitabilă a riscurilor creditelor între părțile implicate în tranzacțiile financiare. Acest lucru este cu

¹¹ În SUA, în anii 2000-2007, ponderea titlurilor CDO cu ratingul AAA în totalul titlurilor CDO a oscilat între 67,8% și 75,3% (Benmelech și Dlugosz, 2009, p. 9).

atât mai necesar și mai urgent cu cât s-a dovedit că transferul riscului de la băncile comerciale la băncile de investiții și la alte instituții financiare nu face decât să amâne declanșarea și să sporească dimensiunile crizei financiare și efectele negative ale acesteia (Crotty și Epstein, 2009; World Economic Forum, 2012; BIS, 2008; US Senate, 2011; Duffie, 2007; Crotty, 2009).

3.3. Financiarizarea prin folosirea derivatelor financiare¹²

În secțiunea anterioară, a fost analizată dezvoltarea financiarizării pe calea securitizării instrumentelor de credit pentru a răspunde mai bine nevoilor de lichidități și de transfer al riscului. În felul acesta, noile titluri securitizate au devenit derivate de credit tranzacționate pe piețele secundare de capital. Securitizarea cu aceste derivate nu epuizează însă căile de extindere a financiarizării. Într-adevăr, în mai puțin de două decenii, s-au afirmat cu deosebită vigoare derivatele – ca instrumente financiare născute și aplicate din nevoia de diminuare sau înlăturare a unor riscuri ce pot apărea ca urmare a unor evenimente legate de credite - incapacitate de plată, faliment, restructurare - sau ca urmare a fluctuației dobânzilor, cursului de schimb valutar, variației prețurilor de piață ale titlurilor de valoare, indicilor bursieri, prețurilor la energie, aur, metale, produse agricole etc.

Datorită sumelor impresionante la care a ajuns volumul tranzacțiilor acestor categorii de instrumente pe piețele respective și datorită impactului lor asupra instabilității economice și financiare, aceste instrumente au căpătat o mare importanță în preocupările de reglementare, în dezbaterile științifice și în politicile financiare ale țărilor și ale lumii.

3.3.1. Obiectivele urmărite

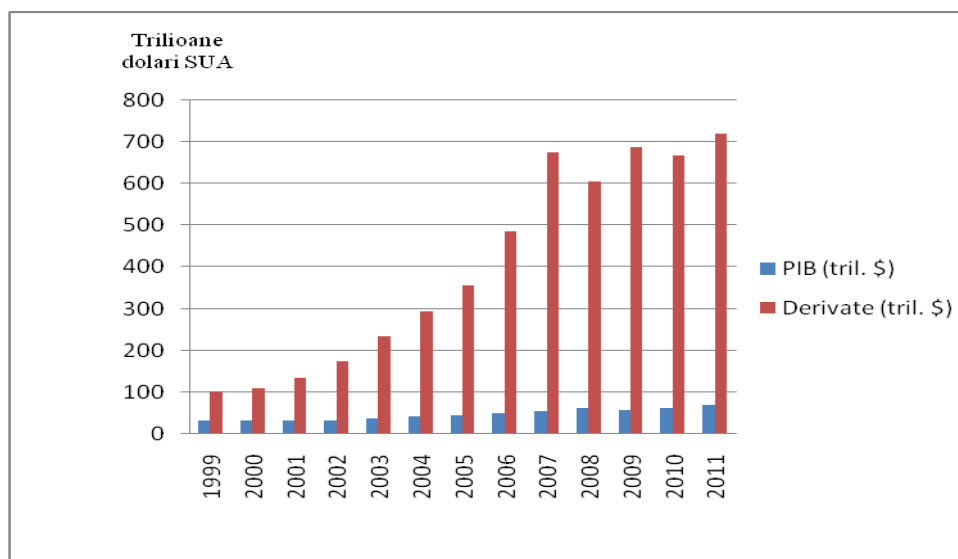
În finanțele moderne, derivatele reprezintă o nouă construcție instituțională și instrumentală de extindere a financiarizării. Ele își bazează existența pe active financiare suport, iar valoarea derivă din aceste active prin contracte încheiate între părți, având ca scop obținerea unui profit cât mai

¹² Blundell-Wignall și Atkinson (2011, p. 3) disting existența a două tipuri diferite de produse financiare: 1) instrumente financiare primare legate de consum, economisire și formarea capitalului fix care creează bogăție și capătă forma de împrumut, de titluri de valoare pentru finanțarea investițiilor, inovațiilor, creșterii productivității. Acestea formează activele suport sau de bază (underlying assets) sau variabilele pieței; 2) instrumente financiare derivate, asociate celor primare, care au ca scop principal de a transfera și/sau a acoperi riscurile, de a arbitra prețurile în scopuri speculative, de a reduce obligațiile de plată, de a evita reglementările și de a reduce costurile activităților (onorariile managementului, custodiile, broșerașul ș.a.). Derivatele tranzacționate pe piețele OTC (așa cum vom vedea mai jos) formează acea categorie legată de modul special în care se desfășoară transferul derivatelor între agenți, adică într-un mod direct și pe bază de contracte bilaterale.

mare cu minim de capital, în condițiile aplicării unui mecanism de asigurare (garantare) a tranzacțiilor prin colaterale sau prin instituții de compensare centralizate. Tranzacțiile pe piețele de derivate au în vedere anumite obiective specifice, printre care se numără: 1) asigurarea contra riscului privind fluctuația dobânzilor, cursul de schimb și prețurile mărfurilor și titlurilor de valoare, prin preluarea acestuia (a riscului) de către investitori, contra unor prime conform contractului; 2) specularea fluctuației sau mișcării variabilelor unor piețe sau evoluției calității creditelor în cursul fazelor ciclurilor economice; 3) arbitrajul prin exploatarea diferențelor dintre piețe în domeniul prețurilor. Aceste obiective specifice se realizează la potențialul așteptat în funcție de dezvoltarea piețelor derivatelor, de infrastructura acestor piețe, de fazele ciclului economic și financiar și de performanța managementului.

3.3.2. Creșterea explozivă a derivatelor

În baza acestor obiective și ca urmare a extinderii rapide a piețelor financiare (ca volum și ca arie geografică) și a răspândirii inovărilor financiare, piețele mondiale de derivate în raport cu PIB mondial au cunoscut o creștere explozivă: de 7,08 ori a derivatelor față de 2,23 ori a PIB, în termeni nominali, în perioada 1999-2011 (fig. 7).



Sursa: Întocmit pe baza datelor BIS și World Bank.

Fig. 7: Evoluția volumului valoric al derivatelor și al PIB, în termeni nominali, la nivel mondial

Principala explicație a acestei creșteri importante constă în faptul că derivatele oferă mecanisme atât pentru protecția împotriva riscului (aceasta fiind funcția lor principală), cât și pentru speculații. În asemenea condiții, investitorii, folosind minimum de capital, au reușit să cucerească poziții importante pe piețe și să obțină rate înalte de venituri, întrucât, în linii generale, în faza de avânt a ciclului economic, indicatorii activelor-suport, până în anul 2008, au evoluat în direcția anticipărilor făcute de cumpărătorii de derivate.

Pe lângă condițiile și avantajele oferite investitorilor, o altă explicație a creșterii explozive constă în diversificarea instrumentelor de derivate și a piețelor respective, precum și în orientarea acestora către structuri cât mai flexibile, cu tranzacționări bilaterale neîngrădite de reglementări și care să ofere avantaje pe mării jucători de pe aceste piețe.

3.3.3. Clasificări ale derivatelor și dinamica piețelor OTC

Pentru a vedea cu mai multă claritate această diversificare și combinarea lor în construcția instituțională, recurgem mai întâi la clasificarea derivatelor din perspectiva mai multor criterii, cum sunt: activele suport, condițiile contractuale, modul de comercializare.

a) După *activele-suport* sau variabilele din care derivă valoarea acestor instrumente financiare, se disting următoarele tipuri de derivate: derivatele titlurilor de credit, derivatele legate de evenimentele posibile ale creditelor (insolvabilitate, faliment, restructurare), derivatele ratelor dobânzilor, derivatele cursului valutar, derivatele prețului titlurilor de valoare, derivatele prețului mărfurilor, derivatele indicilor bursieri, derivatele evoluției climei, derivatele emisiunilor de noxe ș.a.

b) În funcție de *condițiile prevăzute de contractele încheiate între părți*, derivatele pot fi clasificate astfel:

- forward, în care cele două părți contractante sunt de acord să schimbe produsul financiar la un viitor predeterminat și la un preț fixat;
- futures este o variantă standardizată a tipului forward, comercializată pe piețele financiare;
- options, care dau dreptul cumpărătorului să cumpere și vânzătorului să vândă produsul financiar la un anumit moment în viitor, la un preț predeterminat și cu o plată sub formă de premiu. Acest premiu constituie o pierdere maximă pentru cumpărătorul unui option;
- swap reprezintă o înțelegere între două părți de a schimba un flux de lichidități cu

altul, la o sumă importantă.

c) În funcție de *modul de comercializare pe piețe*, derivatele financiare pot fi clasificate în două categorii importante:

- derivate comercializate pe bază de contract, sub jurisdicția piețelor publice, prin schimburi reglementate și bazate pe informații și competiție publică, cu instrumente și schimburi contractuale;
- derivate tranzacționate pe bază de contract în mod privat (direct între două părți), în afara pieței (over the counter – OTC) sau în afara schimbului (off exchange). Tipul de piețe OTC are în vedere participarea la tranzacții a profesioniștilor cu sume semnificative (mari) și cu produse financiare ale căror caracteristici sunt nestandardizate și care satisfac cererea pentru contracte reținute sau selectate (bespoke), făcute astfel încât utilizatorii să poată acoperi (asigura) riscurile specifice (*Commission Staff*, 2009, p. 8).

Tipurile de derivate tranzacționate se întind pe o gamă largă de variante: de la cele cu parametri pe deplin standardizați, variantă aparținând clasei futures, la cele concepute să satisfacă nevoi sau condiții specifice, variantă aparținând clasei swap. În mod evident, derivatele standard sau cu grad înalt de standardizare – de tipul futures – sunt comercializate pe piețele aflate sub jurisdicția publică (piața bursieră), iar produsele financiare cu parametri specifici (nestandardizați) – de tipul swap – sunt comercializate prin contracte bilaterale pe piețele OTC. În tabelul 4 se prezintă structura piețelor de derivate rezultată din combinațiile claselor de derivate și tipurile de piețe:

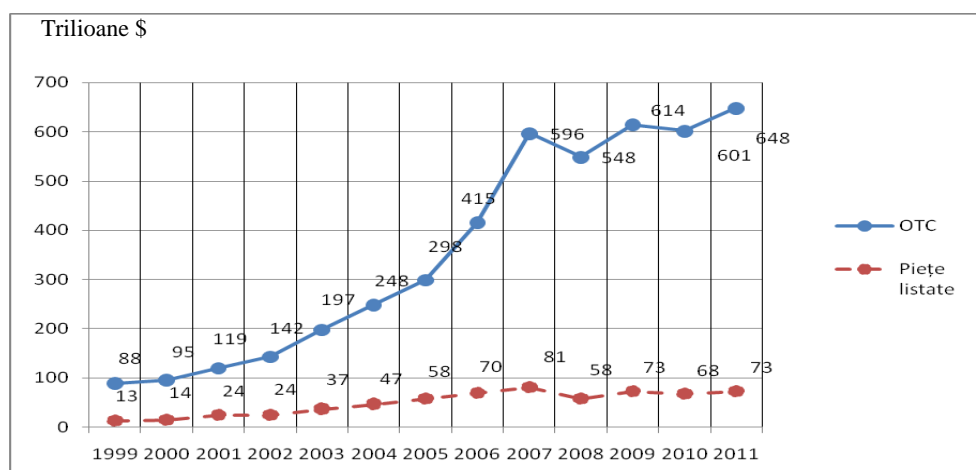
Tabelul 4

Structura piețelor de derivate

Tipuri de piețe	Tipuri de comercializare	Tipuri de derivate
Credit	OTC	CDS (Credit Default Swaps)
Ratele dobânzilor	Schimb public	Futures asupra ratelor dobânzii pe termen scurt și obligațiunilor guvernamentale
	OTC	IRS (Internal Review Service)
Ratele de schimb valutar	Schimb public	Futures și options
	OTC	Spot și options
Titluri de valoare (Equities)	Schimb public	Futures
	OTC	Comercializări fizice, comercializări structurate și swaps

Sursa: Commission of the European Communities, Commission Staff Working Paper, *Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets*, Brussels, 3.7.2009 SEC (2009) 905 final.

Cu excepția derivatelor de tipul credit default swaps (CDS)¹³, care sunt comercializate numai prin sistemul OTC, toate celelalte sunt comercializate în sistem mixt (public și OTC), în proporții diferite. Pe ansamblul derivatelor, diferențele de volum comercializate pe cele două categorii de piețe au crescut cu mare rapiditate între anii 1999 și 2007 (în perioada de avânt a ciclului economic) (fig. 8).



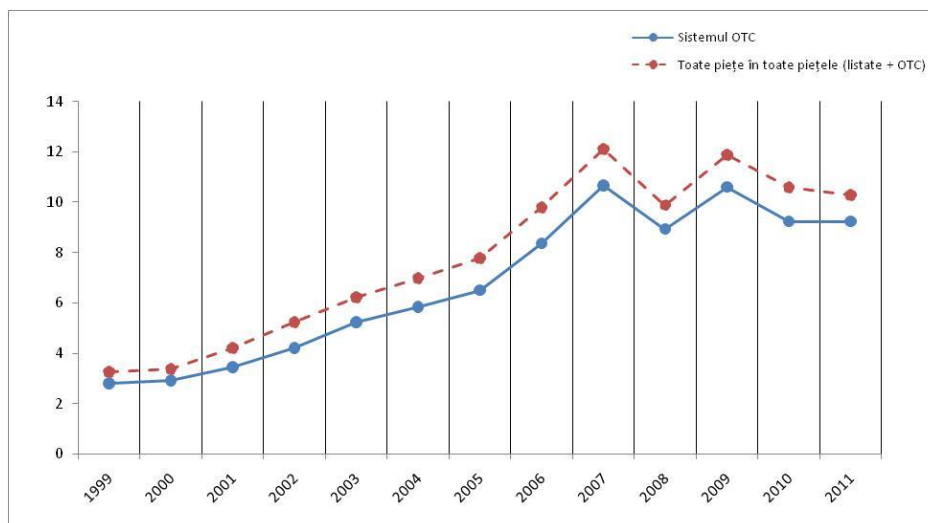
Sursa: Întocmit pe baza datelor BIS și World Bank.

Fig. 8: Mărimea piețelor de derivate OTC și a piețelor de derivate listate (trilioane dolari SUA)

Potrivit graficului din fig. 8, valoarea nominală a derivatelor comercializate pe plan mondial în sistem OTC a crescut, în perioada 1999-2011, de 7,34 ori, de la 88 de trilioane de dolari SUA în 1999 la 648 de trilioane de dolari SUA în 2011, în timp ce valoarea nominală a derivatelor comercializate pe bază de contract pe piețele publice (listate) a crescut de 5,41 ori – de la 13,5 trilioane de dolari SUA în 1999 la 78 de trilioane de dolari SUA în 2011. Ca urmare, ponderea piețelor OTC în volumul total al derivatelor comercializate a oscilat între 80,9% și 90,5% în 1999-2011, cu o anumită tendință de creștere.

Făcând raportul dintre valoarea tranzacțiilor cu produse financiare derivate pe sistemul OTC și pe toate piețele (listate și OTC) și PIB mondial în termeni nominali, rezultă valoarea derivatelor tranzacționate ce revine la fiecare dolar PIB (fig. 9).

¹³ Într-o traducere liberă, tipul de derivată „credit default swap” înseamnă asigurarea contra încetării plății la credit, folosită ca instrument derivat pentru transferul riscului de credit.



Sursa: Întocmit pe baza datelor BIS și World Bank.

Fig. 9: Evoluția valorii, în dolari SUA, a produselor financiare derivate tranzacționate pe bază de contract pe toate piețele (listate și OTC) ce revine la un dolar PIB mondial

În cazul piețelor OTC, la un dolar PIB au revenit, în 1999, tranzacții de derivate în valoare de 2,82 dolari și, în 2011, tranzacții de 9,25 dolari SUA, iar în cazul tuturor piețelor de derivate (listate și OTC), la un dolar PIB au avut loc, în 1999, tranzacții în valoare de 3,25 dolari, iar în 2011, tranzacții de 10,3 dolari.

Prezintă interes sublinierea și a altor diferențe între cele două tipuri de piețe:

- a) Pe piețele de schimb publice, care cuprind sub 20% din valoarea totală a derivatelor, sunt tranzacționate tipurile futures și options (care au un grad ridicat de standardizare) și au acces nu numai marii, ci și micii investitori (inclusiv persoane fizice), în condiții de retail.
- b) Pe piețele OTC, care cuprind 80-90% din valoarea totală a derivatelor, sunt tranzacționate de către marii investitori, pe baza contactelor bilaterale și direct (fără intermediari), produse financiare nestandardizate de tipul swaps (CDS), forward și options exotice.

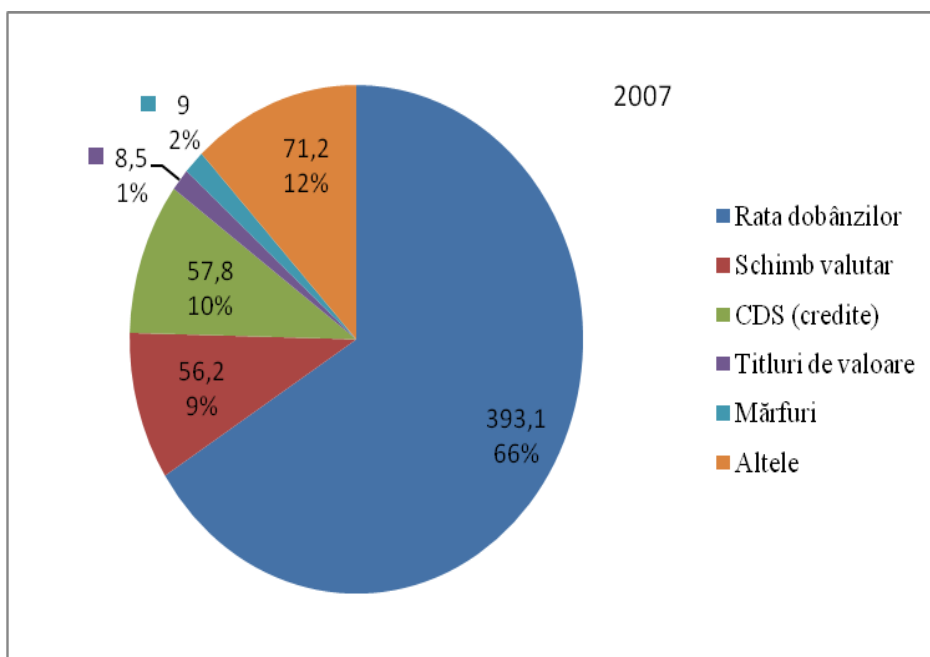
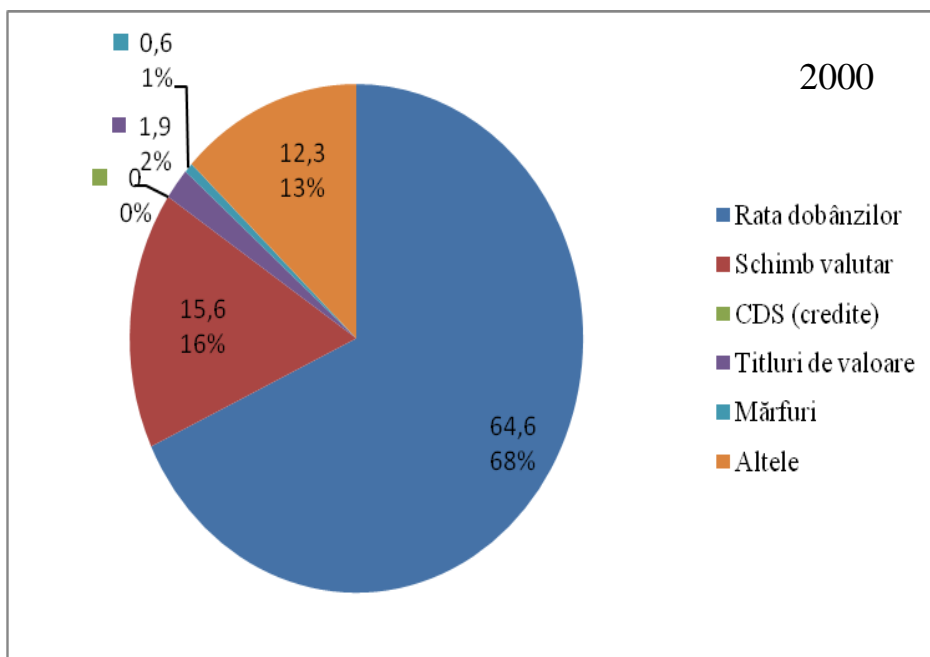
Spre deosebire de piețele de schimb publice, piețele OTC se caracterizează printr-un grad înalt de concentrare. De exemplu, la tranzacțiile pe aceste piețe (OTC) participă doar un număr restrâns dintre marii investitori profesioniști. Potrivit datelor publicate de International

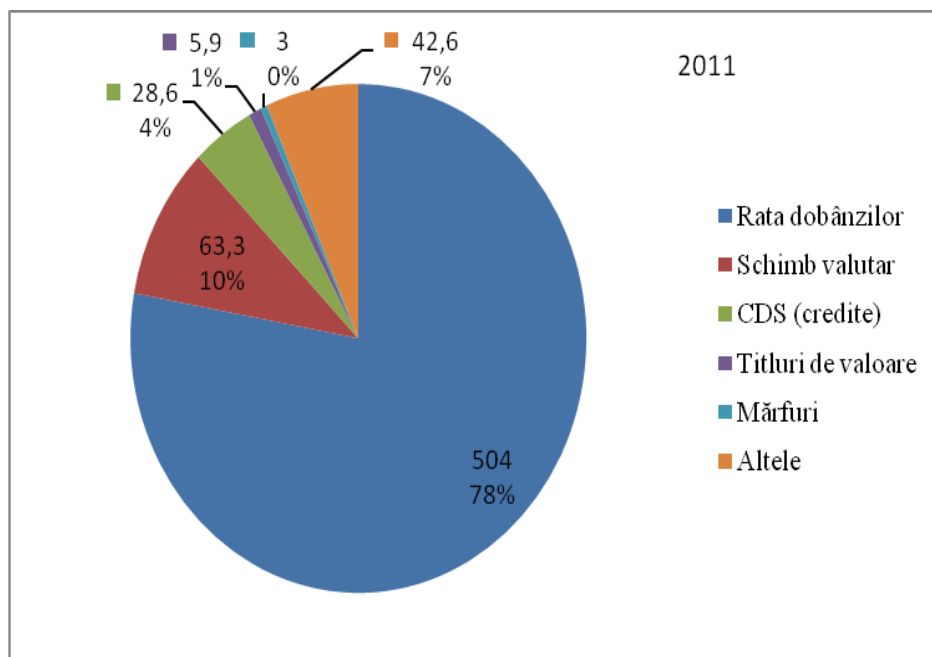
Swaps and Derivatives Asociation - ISDA (2009) și folosite de Commission of the European Communities (2010), dintre primele 500 de mari corporații internaționale (clasificate după valoarea veniturilor), 470 de corporații au tranzacționat 88% din valoarea totală a derivatelor schimbului valutar și 83% din valoarea totală a derivatelor privind ratele dobânzilor. Același grad înalt de concentrare este prezent și în cazul tranzacțiilor de derivate CDS.

Faptul că tranzacțiile își păstrează caracterul lor direct și bilateral, iar gradul de concentrare a piețelor OTC este înalt face ca sistemul acestor piețe să-și păstreze gradul ridicat de opacitate pentru cei din afara sistemului, precum și un grad redus de reglementare, iar sistemul de asigurare împotriva expunerii la risc a creditelor a rămas încă, în multe țări (pentru piețele OTC), cel bazat pe aranjamente colaterale bilaterale, deși acest sistem este considerat mai costisitor și ineficient în raport cu folosirea contrapartidei centrale de compensare (Central Counterparty Clearing House – CCP). Sub coordonarea Comisiei Comunităților Europene, împreună cu ISDA, se află în derulare un plan amplu de aplicare a reglementărilor în sistemul piețelor OTC din toate țările UE în care un loc principal în are aplicarea unui mecanism centralizat de compensare.

3.3.4. Schimbări în structura piețelor OTC

În sistemul piețelor OTC, așa cum am arătat mai sus, sunt folosite ca instrumente de financiarizare următoarele categorii de derivate importante: rata dobânzilor, ratele schimburilor valutare, mișcarea prețurilor la titlurile de valoare (acțiuni, bonduri), CDS, private equity, mărfuri etc. Aceste segmente de piață au cunoscut în ultimul deceniu ritmuri de creștere foarte diferite, precum și schimbări importante în ponderea unor derivate în totalul piețelor OTC. În graficul din fig. 10, este redată evoluția structurii piețelor OTC de derivate pe plan mondial, în valori absolute (trilioane de dolari SUA) și în procente, în anii 2000, 2007 și 2011.





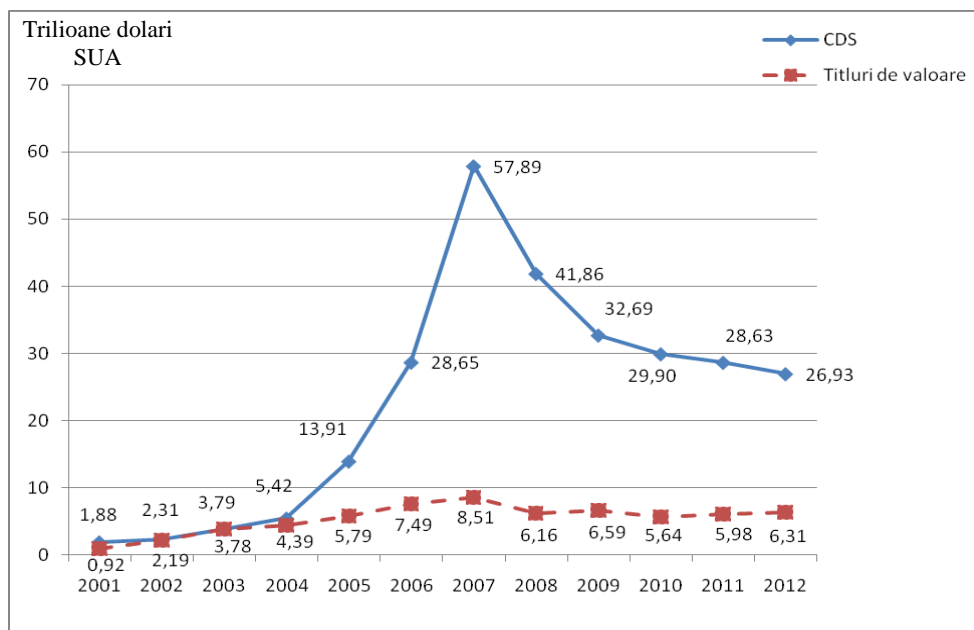
Sursa: Întocmit pe baza datelor BIS.

Fig. 10: Schimbări în structura piețelor de derivate financiare OTC (trilioane dolari SUA și %)

Ca volum total, piața OTC a crescut în perioada 2000-2011 de 6,8 ori, de la 95 trilioane dolari SUA în ianuarie 2000 la 596 trilioane dolari SUA în 2007 și la 648 trilioane dolari SUA în ianuarie 2011.

Dintre toate derivatele, cea mai discutată în literatura economică de specialitate (fie aprobată, fie criticată, fie contestată) este derivata CDS: în primul rând, pentru că aceasta a cunoscut, într-o perioadă scurtă, o creștere record: de 63 de ori în 2007 față de 2001, urmată de o prăbușire la mai puțin de jumătate (0,46%) în 2012 față de 2007 (fig. 11). În al doilea rând, această derivată operează într-un domeniu de mare interes – cel al asigurărilor în materie de credite, cu luarea în considerare a evenimentelor probabile viitoare (insolvență, faliment, restructurare) și cu un mecanism și condiții atractive pentru jucătorii din piețele financiare cu un apetit ridicat la risc. În al treilea rând, mecanismul tranzacțional aparținând sistemului OTC este relativ elastic, cu sisteme de contracte personalizate, specifice acestei categorii de derivata.

Interesul investitorilor stârnit de avantajele oferite de această categorie de derivate, de mecanismele OTC și de reglementările laxă a pălit odată cu izbucnirea crizei în 2007, când și această piață a derivatelor CDS a fost serios afectată.



Sursa: Pentru anii 2001-2009, din Robert A. Jarrow (2010), *The Economics of Credit Default Swap*; pentru anii 2010-2012: statistici BIS.

Fig. 11: Evoluția CDS și a titlurilor de valoare (equities) pe plan mondial, în miliarde de dolari SUA (valoare nominală), 2001-2012

Din analizele comparative ale tipurilor de derivate făcute de diferiți autori și de diferite instituții și organizații internaționale (publice sau private), rezultă utilitatea și rolul pozitiv al derivatelor prin serviciile pe care le oferă, dar și limitele, neajunsurile și deziluziile pe care le provoacă mai ales atunci când folosirea lor este incorectă și abuzivă. De exemplu, *Stulz* (2010) amintește că economiștii, în general, au crezut că derivatele financiare și în special CDS contribuie la creșterea bunăstării economice, încurajând și facilitând împărțirea riscului între investitori și alocând capitalul mai eficient. Într-adevăr, folosirea derivatelor financiare vine în întâmpinarea unor neajunsuri existente sau apărute pe piața financiară, cum sunt cele legate de lipsa de lichidități, de riscurile creditelor, dobânzilor, ratelor de schimb valutar și de mișcările prețurilor la titlurile de valoare și la mărfuri. Cea mai bună dovadă în această privință este expansiunea atât de rapidă a acestor instrumente pe plan mondial.

Întrebarea este dacă derivatele, în general, și cele de tipul CDS, în special, reușesc să soluționeze neajunsurile sau problemele de fond ale

riscului și ale altor așteptări. În afară de faptul că derivatele au serioase limite, rezultatele depind, în mare măsură, și de modurile cum sunt ele folosite. Astfel, aplicarea derivatelor CDS, care înseamnă încheierea și aplicarea contractelor de asigurare menite să protejeze pe cumpărător de efectele negative care pot apărea în viitor din cauza unor evenimente probabile (insolvență, faliment, restructurare), nu este de natură să soluționeze cauzele apariției unor astfel de evenimente. Mecanismele acestor derivate doar mijlocesc și facilitează transferul riscurilor de la o categorie de agenți financiari mai mici la altă categorie de agenți financiari mai mari, mai bine pregătiți pentru a reduce sau a acoperi riscul. În plus, aplicarea derivatelor CDS poate stimula hazardul moral, întrucât contractul de asigurare încheiat garantează plățile primelor și rata despăgubirii. Stimularea devine efectivă mai ales în faza ciclului economic când prețul activului suport scade. De asemenea, în loc să acționeze împotriva cauzelor crizei financiare, derivatele CDS contribuie mai degrabă la disiparea și acumularea efectelor negative, care conduc în final la amânarea izbucnirii crizelor și la amplificarea lor.

În opinia mea, cu toate aspectele negative menționate, pare totuși rațională afirmația lui *Stulz* (2010) potrivit căreia nici folosirea CDS și nici folosirea altor derivate financiare nu ar crea în toate cazurile cele mai grave probleme care să conducă la crize. Dar nici nu pot fi justificate acele păreri exclusiviste care susțin scoaterea completă a folosirii derivatelor de sub responsabilitatea participării la generarea și declanșarea ultimei crize financiare, pentru simplul fapt că criza s-ar fi datorat doar următoarelor două cauze: 1) căderea dramatică a prețurilor la care investitorii și instituțiile financiare nu se așteptau; 2) operarea de către multe instituții financiare cu un levier financiar cu niveluri extrem de înalte și deținerea de către acestea a unor sume de investiții mari în titluri de valoare substandard, care au condus la pierderi semnificative neașteptate, iar de aici, la probleme de solvabilitate și la contracția economiei reale (*Stulz*, 2010, p. 90).

La drept vorbind, și folosirea derivatelor CDS, alături de alți factori, a lucrat în favoarea celor două cauze menționate ale crizei, așa încât utilizarea derivatelor nu poate fi absolvită de partea ei de responsabilitate. De altfel, specialiști ai Comisiei Europene au constatat că, din totalul pierderilor suferite de UE din cauza crizei financiare, până în decembrie 2009¹⁴,

¹⁴ La evaluarea pierderilor cauzate de criza financiară, s-au luat în considerare costurile fiscale (rezultate din intervențiile publice în sectorul bancar – injecții de capital, acordări de garanții,

contribuția folosirii derivatelor OTC se ridică la peste 10 miliarde de euro (*European Commission*, 2010, p. 110).

Față de modul nesatisfăcător în care funcționează piețele financiare expuse la dezechilibre și la turbulențe, organizațiile internaționale și cele naționale, precum și guvernele țărilor supun dezbaterilor, propun și aplică diferite soluții care să diminueze impactul diferiților factori asupra crizelor financiare și să ușureze sau să contracareze efectele acestora asupra economiei reale. În afara acordării unor sume uriașe pentru salvarea băncilor, gama celorlalte măsuri/soluții prudențiale este diversificată. Dacă ne referim la piețele derivatelor OTC, aceste soluții vizează îndeosebi întărirea reglementărilor, extinderea standardizării contractelor și parametrilor produselor financiare, asigurarea transparenței piețelor OTC și efectuarea unor schimbări în sistemele de compensare, prin trecerea de la cele bilaterale la cele centralizate.

4. Concluzii

Luată într-un înțeles larg, financiarizarea este definită ca un proces de extindere a relațiilor bănești, a noilor instrumente și mecanisme financiare și a instituțiilor financiare în economie și societate. În abordarea noastră, financiarizarea este privită ca un proces dinamic și complex, care se dezvoltă și se extinde rapid, dar care, din motive interne, devine tot mai fragil la schimbări și la apariția diferitelor dezechilibre, cu pericolul prăbușirii sale sub propria greutate, cu influențe dezastruoase asupra economiei reale, dacă sistemul nu este reglementat și supravegheat.

Potrivit teoriei minskyene, financiarizarea, prin natura sa, poartă și dezvoltă germenii instabilității, ceea ce înseamnă că factorii crizelor nu trebuie căutați neapărat în afara, ci în însuși procesul de financiarizare. Instabilitatea însoțește financiarizarea ca o umbră și ea este generată de acumularea și dezvoltarea inegală a unor elemente sau secvențe ale procesului de financiarizare, soldate cu amplificarea unor dezechilibre care, cu timpul, devin nesustenabile dacă sunt lăsate să se desfășoare anarhic. Prin prezentul studiu, am încercat să oferim explicații privind motivele și căile de extindere a financiarizării și să subliniem accentuarea fragilității sistemului financiar din cauza acestui proces.

intervenții pentru lichidități, ajutoare pentru determinarea activelor), precum și costurile producției de produse și servicii pierdute, la care se adaugă creșterea datoriilor guvernamentale, deficitul balanței comerciale și șomajul (*European Commission*, 2010, p. 119).

Măsurarea gradului de dezvoltare a financiarizării înseamnă mult mai mult decât ceea ce arată statisticile prin indicatorii privind ponderea sectoarelor financiare în VAB sau ponderea acestor sectoare în numărul de salariați din economie. Pentru a determina gradul de dezvoltare a financiarizării și a descrie acest proces, trebuie mers și dincolo de acești indicatori, luând în considerare relațiile financiare ce se desfășoară în toate sectoarele vieții economice și sociale, în calitatea acestora atât de utilizatori ai serviciilor financiare, cât și de generatori ai cererii de servicii financiare (sistemul bancar, sistemul de asigurări, instituțiile financiare, piața de capital etc.).

Când ne referim la arhitectura (structura) sistemului financiar, luăm în considerare nu numai sistemul bancar, ci și piața de capital, ambele privite ca domenii concurente. Adeseori, economiștii, când se referă la dezvoltarea celor două domenii concurente și văd diferențe notabile între țări în ce privește dezvoltarea acestora, trag concluzia că acesta ar fi semnul existenței a două căi de dezvoltare a capitalismului, cel de tip german și cel de tip anglo-american. Aceasta pare a fi o concluzie forțată. Cele două sisteme se află în continuă mișcare sau modificare în toate țările, cu șansa ca piața de capital să devină preponderentă în procesul de finanțare a economiilor, inclusiv în cea germană, ținând seama atât de avantajele pe care le oferă – elasticitate, costuri de tranzacții reduse, deschidere mai mare la inovații –, cât și de numărul și mărimea jucătorilor din piață – băncile de investiții, conglomeratele financiare internaționale etc.

Arhitectura sistemului financiar este incompletă atunci când relațiile fiscal-bugetare sunt excluse sau neglijate de analizele și de politicile financiare. Această lecție este dată de criza din zona euro a UE, generată de separarea politicilor monetar-financiare de cele fiscal-bugetare, primele fiind sub jurisdicția UE, iar secundele fiind lăsate sub jurisdicția totală a guvernelor naționale. Demersurile aflate în curs vin să stingă această contradicție, prin integrarea treptată a sistemului fiscal-bugetar național în sistemul financiar al UE. Numai că demersurile sunt mult prea lente față de vitezele cu care se desfășoară procesele de extindere a financiarizării expuse tot mai mult la dezechilibre.

Dacă, în mod tradițional, financiarizarea economiilor se realiza în principal prin intermedierea bancară și prin emisiunea și tranzacționarea titlurilor de valoare de tipul acțiunilor și obligațiunilor pe piața de capital, în ultimele decenii, au început să capete tot mai mult teren băncile de investiții, fondurile financiare, precum și marile conglomerate financiare internaționale. Ele au schimbat structura și mecanismele de funcționare ale sistemului

financiar și, în mod firesc, și tematica abordărilor științifice. În noile condiții, sunt puse în discuție multe probleme legate de rolul sistemului bancar și al sistemului bancar din umbră, precum și de rolul pe care îl joacă inovările financiare, impactul acestora asupra funcționării piețelor financiare și a instabilității acestora. Din multitudinea acestor probleme, în studiul de față ne-am oprit asupra unor probleme mai restrânse, însă de mare actualitate, cum sunt cele legate de căile de dezvoltare a financiarizării prin îndatorare, prin securitizarea (titrizarea) creditelor și prin expansiunea piețelor de derivate financiare tranzacționate prin sistemul piețelor OTC.

Finanțarea pe calea *creditării* constituie un factor pozitiv pentru dezvoltarea economică și socială atât timp cât ea (creditarea) se face în limita prudențialității și în limita toleranței la datorii specifică țării. Din datele prezentate în studiu, rezultă însă creșteri cu totul exagerate ale gradului de îndatorare în cazul multor țări, atât în sectorul guvernamental, cât și în cel privat (firme și populație). Sunt țări în care datoria totală depășește de 3-6 ori PIB, iar datoria publică (internă și externă) și datoria populației depășesc limita sustenabilității. Sunt cazuri de țări în care numai cuantumul dobânzilor anuale ajunge la 10-15% din PIB. Este evident că, în atari situații, devine inevitabilă creșterea riscului instabilității financiare mai cu seamă în acele state în care stimulentele creșterii economice este mai ales consumul, și nu investițiile sau exportul. În asemenea situații, datoria publică poate fi susținută tot mai greu numai pe linie bugetară.

O cale relativ nouă de expansiune a financiarizării este cea a securitizării. Această cale a apărut odată cu folosirea pe scară tot mai largă de către țările cu sistem financiar dezvoltat a unor inovări concretizate în transformarea creditelor necomercializabile (pe termen mediu și lung) în titluri garantate comercializabile, destinate investitorilor puternici.

Nevoia de a obține lichidități și oportunitatea de a transfera riscul creditului de la emitent la un mare investitor bine remunerat au stimulat practicarea pe scară largă a procesului de securitizare mai ales în țările dezvoltate. Volumul valoric maxim al emisiunilor de titluri financiare securitizate a ajuns în UE, în anul 2008, la 711 miliarde de dolari SUA, iar în SUA, în anul 2003, la 2914 miliarde de dolari SUA. Criza creditelor, mai ales a celor ipotecare, precum și pierderea încrederii în asemenea titluri au condus la o prăbușire a acestora, în anul 2011, la aproape jumătate în UE și la 35% în SUA, fapt ce a influențat declanșarea crizei financiare.

O cale importantă de dezvoltare a financiarizării, analizată pe larg în acest studiu, este cea a folosirii și răspândirii pe scară largă a derivatelor financiare, ca formă evoluată și adaptată la situațiile specifice de asigurare

contractuală împotriva riscului. Pe lista celor mai importante clase de derivate care formează obiectivul contractelor, sunt cuprinse derivatele privind rata dobânzilor, cursurile de schimb valutare, indicii bursieri (la acțiuni și obligațiuni), asigurarea contra încetării plății de credit (credit default swaps – CDS), prețurile mărfurilor.

Ceea ce atrage atenția la toate noile instrumente financiare, cu deosebire la cele folosite pe piețele OTC, este gradul ridicat de opacitate în care acestea au fost menținute, la care se adaugă reglementările laxe sau chiar lipsa de reglementări în care au funcționat anumite piețe, concentrarea tranzacțiilor în mâna unui număr relativ mic de mari corporații internaționale, precum și notele nejustificate de mari acordate de agențiile de rating înainte de izbucnirea crizei. Toate acestea au contribuit la o pierdere de încredere mai ales în piețele derivatelor legate de credite și de titlurile de valoare, urmată de căderea prețurilor la active și de o încetinire a tranzacțiilor până aproape de înghețarea acestora în cele mai multe segmente ale piețelor.

Trebuie precizat că folosirea și răspândirea inovărilor financiare de tipul securitizării și derivatelor reprezintă factori pozitivi, factori de progres în susținerea procesului de financiarizare eficientă a economiilor, deoarece contribuie la procurarea lichidităților, la economisirea capitalului și la sporirea randamentelor financiare și economice. Este adevărat că cele două tipuri de inovări, fiind factori importanți ai extinderii financiarizării, contribuie la accentuarea fragilității sistemului financiar. Însă afirmațiile potrivit cărora inovările ar fi vinovate de instabilitatea sistemului financiar și că ele ar fi detonatorul crizelor sau arma de distrugere în masă par a fi cu totul eronate. Așa cum o armă nu poate fi acuzată de crimă, tot așa și inovațiile financiare nu pot fi acuzate că ele ar declanșa crizele financiare. Securitizarea și derivatele financiare nu sunt decât simple instrumente folosite de oameni și, ca atare, oamenii și instituțiile pe care ei le reprezintă sunt cei care utilizează inovările fie în mod corect și benefic, fie în mod necorespunzător sau abuziv (în scopuri speculative). Prin urmare, oamenii și instituțiile pe care ei le reprezintă sunt cei vinovați și care trebuie să răspundă.

Criza financiară a dezvăluit existența multor anomalii pe toate piețele financiare – de credit, de titluri securitizate, de derivate și cele de tip OTC. Totodată, criza financiară a relevat faptul că o bună parte dintre caracteristicile și efectele distructive ale acestora este rezultatul aplicării unor politici financiare neadecvate situațiilor și tendințelor reale - unele pedalând în mod exagerat pe politici de dereglementare de tip neoliberal, iar altele, mai recente (sub presiunea evenimentelor impuse de criză), punând

accentul pe politici intervenționiste prociclice, de tip keynesist clasic. Eliberate de chingile ideologiilor, noile politici, fundamentate pe curente de gândire heterodoxe, par să fie cele care capătă cei mai mulți adepți în găsirea, fundamentarea și adoptarea unor politici economice și financiare adecvate tendințelor susținute de noile realități financiare, economice și sociale, inclusiv de realitățile integrării și globalizării. Lecțiile recentelor crize oferă numeroase învățăminte pentru pregătirea, elaborarea și aplicarea noilor reglementări. În cadrul acestor reglementări, locurile cele mai importante ar trebui ocupate de: gestionarea mai bună a riscului, crearea unui mecanism prudential eficient în domeniul creditului și extinderea acestui mecanism și în procesul de securitizare, crearea unui mecanism eficient de semnalizare și prevenire a turbulențelor financiare, sporirea vitezei de integrare a politicilor fiscal-bugetare naționale (inclusiv ale țărilor membre din afara zonei euro) în politica financiară a UE și, în sfârșit, crearea unei baze instituționale cuprinzătoare și eficiente pentru asigurarea deopotrivă a transparenței tranzacțiilor cu derivate ale piețelor OTC și a mecanismelor de compensare centralizate.

BIBLIOGRAFIE

1. Adrian Tobias and Hyun Song Shin, 2010, *Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, Federal Reserve Bank of New-York Staff Report.
2. AFME, Finance for Europe, 2011, *Securitisation Data Report Q4: 2011*.
3. Aglietta Michel, Antoine Reberieux, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Bibliothèque Albin Michel, Economie.
4. Aglietta Michel, Sandra Rigot, 2009, *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, Economie.
5. Albert Michel, 1991, *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Editions du Seuil.
6. Allen Franklin and D. Gale, 2000, *Comparing Financial Systems*, Cambridge MA, MIT Press.
7. Altunbas Yener, Leonardo Gambacorta and David Marqués, 2007, *Securitisation and the Bank Lending Channel*, European Central Bank, Working Paper Series, No. 838/December 2007.
8. Amable B., 2003, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford University Press.
9. Arrighi G. and B. Silver, 1999, *Chaos and Governance in the Modern World System*, Minneapolis, MN: University of Minnesota Press.
10. Arrighi G., 1994, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, London, Verso.
11. Banca Centrală Europeană, Eurosistem, 2010, *Raport de convergență*, mai 2010.
12. Basel Committee on Banking Supervision, 2008, *Credit Risk Transfer Developments from 2005 to 2007*, Working Paper.
13. Benmelech Efraim and Jennifer Dlugosz, 2010, *The Credit Rating Crisis*, NBER.
14. BIS, 2005, The Joint Forum, *Credit Risk Transfer*, Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper.
15. BIS, 2008, The Joint Forum, *Credit Risk Transfer*, Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper.

16. BIS, 2011, *OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2011*, Monetary and Economic Department, Nov. 2011.
17. Blommestein Hans J., Ahmet Keskinler and Carrick Lucas, 2011, *Outlook for the Securitisation Market*, „OECD Journal: Financial Market Trends”, Volume 2011 - Issue 1.
18. Blundell-Wignall Adrian and Paul Atkinson (in collaboration with Samuel Eddins), 2011, *Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability*, „OECD Journal: Financial Market Trends”, Volume 2011-Issue 1.
19. Boyer Robert, 2000, *Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis*, „Economy and Society”, vol. 29, No. 1, Febr., pp. 111-145.
20. Calmfors Lars, 2010, *Fiscal Policy Coordination in Europe*, Report 2010/8, European Parliament (PE440292).
21. Calmfors Lars, 2011, *The Role of Independent Fiscal Policy Institutions*, „CESifo Working Papers”, No. 3367, www.cesifo.org/wp.
22. Choudhry M. and F.J. Fabozzi, 2004, *The Handbook of European Structured Financial Products*, Wiley Finance.
23. Clarck Colin, 1957, *The Conditions of Economic Progress*, Macmillan, ed. a III-a, London.
24. Commission of the European Communities, 2009, *Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets*, Commission Staff Working Paper SEC(2009)905 final.
25. Croitoru Lucian, 2012, *În apărarea piețelor*, Curtea Veche Publishing, București.
26. Croitoru Lucian, 2012, *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*, prefață Mugur Isărescu, Curtea Veche Publishing, București.
27. Crotty James and Gerald Epstein, 2009, *Avoiding Another Meltdown*, „Challenge”, vol. 52, No. 1, January/February.
28. Crotty James, 2009, *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture*, „Cambridge Journal of Economics”, vol. 33, pp. 563-580.
29. Dăianu Daniel, 2009, *Which Way Goes Capitalism. In Search of Adequate Policies in a Dramatically Changing World*, Central European University Press, Budapest, New York.
30. Deinet Thomas, *The investment sector and capital markets are the best breeding ground for financing innovation*, în World Economic Forum, 2012, *Rethinking Financial Innovation, Reducing Negative Outcomes While Retaining the Benefits*, Part III.
31. Demirgüç-Kunt Asli and Ross Levine, 1999, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, Development Research Group, The World Bank, and Finance Department, University of Minnesota.
32. Dolgu Gheorghe, 2009, *Criza: finanțe, teorii – studii alese*, Editura Expert.
33. Duffie Darrell, 2007, *Innovation in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability* [BIS.pdf].
34. Duffie Darrell, Ada Li and Theo Lubke, 2010, *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, „Stanford GSB Research Paper”, No. 2046.
35. ECB, 2009, *OTC Derivatives and Post-Trading Infrastructures*, European Central Bank, Eurosystem.
36. Epstein Gerald A. (ed.), 2005, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
37. Ergungor O. Emre, 2002, *Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Investor Rights Really Matter?* Working Paper 01-01 R, Federal Reserve Bank of Cleveland.
38. European Commission, 2010, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*, Commission Staff Working Document, COM(2010)484.
39. Fender Ingo and Janet Mitchell, 2009, *The Future of Securitisation: How to Align Incentives*, „BIS Quarterly Review”, Sept. 2009.
40. Financial Stability Board, 2012, *OTC Derivatives Market Reforms. Third Progress Report on Implementation*, FSB, 11 Oct. 2011.

41. Froud Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal and Karel Williams, 2001, *Financialisation and the Coupon Pool*, „Gestão & Produção”, vol. 8, n. 3, pp. 271-288.
42. Guttman Robert, 2008, *A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis*, „Revue de la Régulation”, no. 3.
43. Hardie Jain and Sylvia Maxfield, 2011, *What Does the Global Financial Crisis Tell Us About Anglo-Saxon Financial Capitalism?* http://www.pol.ed.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0005/64562/HardieMaxfieldUSUKCrisis3.
44. Iancu Aurel, 2003, *Dezvoltarea intensivă și specializarea națiunilor*, Editura Economică.
45. IFC and The World Bank, 2009, *Enterprise Surveys Acces to Finance*.
46. IMF, 2008, *Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, IMF, Washington DC.
47. IMF, 2009, *Global Financial Stability Report, Navigation the Financial Challenges Ahead*, October.
48. IMF, 2011, *Global Financial Stability Report 11/2011: Selected Indicators on the Size of the Capital Markets, 2010*.
49. IMF, 2012, *World Economic and Financial Surveys*, „Fiscal Monitor”, April 2012.
50. Ionescu Lucian C., 2011, *Increasing the SAR Role / A Potential Solution for the World Monetary & Financial Crisis*, „UFB Review”, No. 3-4/2011.
51. Iordan-Constantinescu Nicolae, Florina Crețu and Ana-Maria Ciovică, 2011, *Securitisation - Financial Instrument of the Future or Crisis Generating Factor?*, „UFB Review”, No. 3-4/2011.
52. Isărescu Mugur, 2009, *Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare*, Editura Academiei Române.
53. Isărescu Mugur, 2012, *Politica monetară postcriză: Reconfigurarea obiectivelor și a instrumentelor*, Disertație la Universitatea „Andrei Șaguna” cu ocazia decernării titlului de doctor honoris causa (mai 2012).
54. Jarrow A. Robert, 2010, *The Economics of Credit Default Swaps (CDS)*, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, Ithaca, New York 14853.
55. Jarrow A. Robert, 2011, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, Ithaca, New York 14853.
56. Jobst Andreas A., 2005, *What is Structured Finance*, publicat în „Securitization Conduit”, vol. 8/6.
57. Jobst Andreas A., 2007, *A Primer on Structured Finance*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds”, vol. 13, No. 3, 2007, pp. 199-213.
58. Jobst Andreas A., 2008, *What is Securitization*, „Finance and Development”, vol. 47, No. 3 (September).
59. Jobst Andreas, 2005, *The Regulatory Treatment of Asset Securitisation: The Basel Securitisation Framework Explained*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, Emerald Group Publishing, vol. 13(1), pp. 15-42.
60. Kornai Janos, 1980, *Economics of Shortage*, Amsterdam, North Holland Press, vol. A, vol. B.
61. Kotz David M., 2008, *Neoliberalism and Financialization*, The Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Paper for Conference, May 2-3, 2008.
62. Krippner G., 2005, *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review”, 3 (2), 173-208.
63. Kutlay Mustafa, 2012, *Financial Crisis, G20 and Beyond: Balancing the Global Imbalances*, „The Journal of Turkish Weekly”, Sunday, 13 May 2012.
64. Lapavistas Costas, 2009a, *Financialization, or the Search for Profit in the Sphere of Circulation*, Discussion Paper No. 10, Research on Money and Finance, Department of Economics, SOAS, London.

65. Lapavistas Costas, 2009b, *Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation*, „Historical Materialism”, vol. 17, No.2.
66. Lavoie Mark, 2010, *From Macroeconomics to Monetary Economics: Some Persistent Themes in the Theory Work of Wynne Godley*, University of Ottawa – Department Economics, Oct. 2010.
67. Lehnert Andreas, Wayne Passmore and Shane M. Sherlund, 2005-07, *GSEs, Mortgage Rates and Secondary Market Activities*, FEDS, Staff Working Papers in the Finance and Economics Discussion.
68. Levine Ross, 2000, *Bank-Based or Market-Based Financial System: Which is Better?* Finance Department, Carlson School of Management, University of Minnesota.
69. McKinsey Global Institute, 2012, *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth*, Updated Research.
70. Miller H. Merton, 1994, *Do We Really Need More Regulation of Financial Derivatives*, The University of Chicago Graduate School of Business, Selected Paper, No. 75.
71. Minsky Hyman P., 1992, *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
72. Mirochnik Michael, 2010, *Credit Default Swaps and the Financial Crisis, the Financial Market and Official Intervention*, Columbia University, Academia Cmons.
73. Modigliani F. and M.H. Miller, 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review”, vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
74. Neftci Salih, Andre Oliveira Santos and Yinqiu Lu, 2003, *Credit Default Swaps and Financial Crisis Prediction*, Working Paper, No. 114, FINRISK.
75. Noeth Bryan and Rajdeep Sengupta, 2012, *A Look at Credit Default Swaps and Their Impact on the European Debt Crisis*, „The Regional Economist”, April 2012.
76. Olteanu Dan, 2012, *Determinanți ai stabilității economice în condițiile crizei financiare globale*, Beneficiar: Institutul Național de Cercetări Economice, Contract POSDRU/89/1.5/S/62988.
77. Onaran Özlem, Engelbert Stockhammer and Lucas Grafl, 2010, *Financialization, Income Distribution, and Aggregate Demand in the USA*, Discussion Paper, No. 136, Middlesex University Business School.
78. Orhangazi Özgür, 2008, *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar.
79. Orléan André, 1999, *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob.
80. Palley I. Thomas, 2007, *Financialization: What It Is and Why It Matters*, Working Paper No. 525, The Levy Economics Institute of Bard College.
81. Pirrong Craig, 2011, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA, Discussion Paper Series, Number One, May 2011.
82. Reinhart Carmen M. and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
83. Rostow W.W., 1960, *The Stages of Economic Growth*, The University Press, London, Cambridge.
84. Shin Hyun Song, 2009, *Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System*, the 8th BIS Annual Conference, June 25-26, 2009.
85. Sidarius Che and Filip Zikes, 2012, *OTC Derivatives Reform and Collateral Demand Impact*, Bank of England, Financial Stability Paper No. 18.
86. Smith Charles Hugh, 2011, *The European Financial Crisis in One Graphic: The Dominoes of Debt*, Oct. 24, 2011 [<http://www.oftwominds.com/blogoct11/euro-debt-dominoes10-11.html>].
87. Smith Hugh Charles, 2012, *The Fatal Flaws in the Eurozone and What They Mean for You*, Chris Martenson's Prosperity.
88. Stockhammer Engelbert, 2004, *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, „Cambridge Journal of Economics”, vol. 28, pp. 719-741.
89. Stockhammer Engelbert, 2009, *The Finance-Dominated Accumulation Regime, Income Distribution and the Present Crisis*, Vienna University of Economics & B.A., Department of Economics, Working Paper No. 127.

90. Stockhammer Engelbert, 2010, *Financialization and the Global Economy*, University of Massachusetts Amherst, Political Economy Institute, Working Paper Series, No. 240.
91. Stulz M. René, 2006, *Demistifying Financial Derivatives*, Cornerstone Research.
92. Stulz M. René, 2009, *Financial Derivatives. Lessons from the Subprimes Crisis*, „The Milken Institute Review”.
93. Stulz M. René, 2010, *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 24, No. 1/2010, pp. 73-92.
94. The World Bank, 2012, *Doing Business 2012*.
95. Triandafil Cristina Maria, 2012, *Sustenabilitatea procesului de convergență nominală și reală în cadrul UE, în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială*, Institutul Național de Cercetări Economice, „Studii economice”, în curs de publicare.
96. US Senate, 2011, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent Subcommittee on Investigation, April 13.
97. Valdivia-Velarde Eduardo and Ralph Kozlow, 2010, *The Treatment of Financial Derivatives in BPM6*, Joint PBC/IFC Workshop, Zhengzhou, China, Sept. 27, 2010.
98. Van Treeck Till, 2008, *The Political Economy Debate on Financialisation – A Macroeconomic Perspective*, Working Paper, Macroeconomic Policy Institute (IMK) .
99. Vink Dennis and André E. Thibault, 2007, *ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis* (Internet: Vink_ABSMBS_CDO.pdf).
100. Vink Dennis and André E. Thibault, 2008, *An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization*, Vlerick Leuven Gent, Working Paper Series 2008/03.
101. White J. Lawrence, 1996, *Technological Change, Financial Innovation, and Financial Regulation in the US. The Challenges for Public Policy*, Stern School of Business, New York University.
102. Wood Geoffrey and Mike Wright, 2008, *Financialization and Private Equity*, Wiley-Blackwell, „International Journal of Management Review”.
103. World Economic Forum, 2012, *Rethinking Financial Innovation. Reducing Negative Outcomes While Retaining the Benefits*, WEF_FS_RethinkingFinancialInnovation_Report_2012.pdf.
104. Zisman J., 1983, *Government Markets and Growth: Financial System and the Politics of Industrial Change*, Ithaca, Cornell University Press.