

## Turbulențele de pe piețele financiare internaționale: cauze, consecințe, remedii

---

Silviu CERNA  
Universitatea de Vest, Timișoara

### Abstract

*The turbulences on the international financial markets are rather connected to the downfall of the American mortgage market than to the generalised insolvency of the debtors. Besides the need of specific resolution measures, the crises revealed the necessity to adopt prudential regulations concerning the activity of different financial institutions participating on the mortgage loans market. The developments on the international financial market did not seem to have affected the financial stability in Romania.*

**Keywords:** bank, financial market, loan, mortgage market, subprime, risk.

**JEL classification:** E32, G15.

### Introducere

Turbulențele de pe piețele financiare internaționale au fost declanșate de criza pieței creditelor ipotecare grad mare de risc (*subprime*) din SUA. Deși, luată ca atare, creșterea volumului creditelor ipotecare nerambursate la scadență nu a fost prea mare, acest fenomen a dereglat întregul sistem financiar american, precum și o bună parte din piețele financiare internaționale<sup>1</sup>. Creșterea ponderii credite-

lor ipotecare restante se explică, în mare măsură, prin modalitățile facile și chiar frauduloase de acordare a creditelor existente pe această piață. Însă, având în vedere consecințele acestei evoluții, dincolo de pierderile provocate de aceste practici, rezidă o altă problemă, mult mai gravă: repercursiunile pe care această criză le are asupra piețelor financiare și economiilor lumii.

---

arde de dolari (de la 6% la 9% din total), în timp ce sistemul financiar american vehiculează fonduri de 57.000 miliarde de dolari [Dodd, 2007, p. 15].

<sup>1</sup> În perioada iunie 2006-iunie 2007, creșterea creditelor ipotecare restante a fost de 34 mili-

În mod concret, disfuncționalitățile țin de evoluția istorică a pieței americane a creditelor ipotecare. La fel ca în alte țări dezvoltate, aceasta a apărut ca o piață pe care băncile comerciale și alte instituții financiare (case de economii, cooperative de credit etc.) acordă credite garantate cu ipotecă asupra imobilelor construite cu ajutorul împrumuturilor respective<sup>2</sup>. În mod tradițional, în SUA – din cauza, *inter alia*, a existenței unor reglementări restrictive cu privire la activitatea bancară –, mărimea instituțiilor creditoare și valoarea creditelor acordate de acestea au fost de mici dimensiuni. În cursul ultimilor șase-șapte decenii, piața americană a creditelor ipotecare s-a transformat însă într-o piață dominată de marile bănci și societăți financiare de pe Wall Street, care folosesc tehnici extrem de sofisticate de inginerie financiară pentru a transforma creditele ipotecare în titluri susceptibile a servi ca suport unor produse financiare derivative complexe (opțiuni *call* sau *put*, contracte *futures*, obligațiuni garantate cu ipotecă asupra bunurilor imobiliare ale emitentului etc.). Ca urmare, piața ipotecară din SUA se caracterizează, la ora actuală, prin utilizarea unor tehnici și instrumente financiare subtile și nervoase, care permit partajarea riscului în mai multe componente, vânzarea unor componente separate și gestionarea independentă a riscului aferent fiecărei categorii de creanțe. În modul acesta, elementele cu cel mai mare grad de risc sunt cedate, de regulă, unor cumpărători profesioniști, care acceptă chiar și riscuri ridicate, deoa-

---

<sup>2</sup> Ipoteca este o garanție reală și accesorie care nu deposedează pe debitorul-proprietar de bunul ipotecat; ea dă posibilitatea creditorului să urmărească bunul pentru a primi creanța sa cu preferință.

rece urmăresc obținerea unor randamente înalte și care, cel mai adesea, lucrează ei înșiși pe credit. Un exemplu tipic în acest sens este cel al fondurilor speculative (*hedge funds*).

Pentru a înțelege această evoluție specifică a pieței ipotecare americane, a identifica vulnerabilitățile sale structurale și a evidenția cauzele imediate ale crizei acesteia, se impune o scurtă analiză istorică a pieței respective. În modul acesta, sperăm să contribuim într-o oarecare măsură la cunoașterea de către economiștii români a mecanismului de transmisie a acestei crize în alte țări – dezvoltate sau emergente –, printre care se numără, eventual, și România.

## 1. Evoluția pieței

Până la sfârșitul anilor '30 ai secolului trecut, piața ipotecară americană era formată – la fel ca în alte țări – din instituțiile bancare și financiare tradiționale: bănci comerciale universale, bănci de afaceri, bănci de investiții, case de economii, cooperative de credit, bănci populare etc. Aceste așezăminte acordau credite ipotecare (urbane sau funciare), pe baza depozitelor atrase de la clienți, iar activitatea lor era supusă reglementărilor bancare obișnuite în acea epocă. În SUA, aceste reglementări aveau un accentuat caracter restrictiv, deoarece limitau activitatea băncilor la teritoriul statului federației americane în care își aveau sediul. Prin prisma problemei de care ne ocupăm aici, relevanță are însă un alt aspect, și anume faptul că, de regulă, instituțiile respective mențineau creditele acordate în propriul lor bilanț, până la rambursarea acestora de către clienți. Ca urmare, creditorii suportau toate riscurile aferente:

riscul de nerambursare, riscul de variație a ratei dobânzii și riscul de lipsă de lichiditate.

După cum se știe, riscul de nerambursare a unui credit este determinat de insolvabilitatea debitorului. Riscul de variație a ratei dobânzii are două componente: riscul-venit și riscul-capital [Cerna, 2005, p.332-333]. Riscul-venit este caracteristic creditelor cu dobândă fixă: dacă rata dobânzii crește, creditorul (investitorul în titluri cu dobândă fixă) suferă o pierdere în raport cu alți creditori (investitori), care au așteptat ca dobânda să crească, iar noile credite (titluri) să devină mai bine remunerate. Riscul-capital poate să apară pentru creditorii (investitorii) care nu păstrează în patrimoniu creditele acordate (titlurile), până la scadență, ci le vând pe piața secundară aferentă (dacă există). Astfel, dacă rata dobânzii crește, valoarea de piață a portofoliului de credite (titluri) scade, iar dacă creditorul (investitorul) își lichidează în acest moment portofoliul, el va înregistra o pierdere. Riscul de lipsă de lichiditate este determinat de utilizarea unor resurse disponibile pe termen scurt (depozite la vedere) pentru finanțarea unor credite acordate pe termen lung.

Din cauze pe care nu le analizăm aici, istoria SUA a fost marcată de numeroase crize financiare, dintre care cele mai puternice au fost cele din 1873, 1907 și 1929.

În urma unei asemenea crize, în cadrul politicii președintelui Roosevelt cunoscută sub denumirea de “*New Deal*”, guvernul american a creat, în 1938, un organism public – *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* – al cărui obiectiv a fost creșterea volumului creditelor ipotecare și, deci, stimularea sectorului construcțiilor, cu toate efectele po-

zitive pe care dezvoltarea acestei ramuri le are asupra economiei.

Măsura respectivă a avut ca efect atragerea unor noi capitaluri pe piața creditelor ipotecare, crearea unei piețe secundare a titlurilor generate de aceste credite și creșterea lichidității pieței respective. Astfel, principala activitate a noului organism a constat în scontarea înscrisurilor ipotecare oferite de instituțiile bancare care au acordat inițial asemenea credite și, deci, reconstituirea resurselor acestora din urmă. În modul acesta, *Fannie Mae* prelua de la creditorii inițiali riscul de nerambursare și riscul de lipsă de lichiditate, pe care le putea gestiona mult mai bine decât distribuitorii de credite din prima linie, deoarece avea un portofoliu de credite ipotecare mai diversificat și mai răspândit la nivel național decât instituțiile bancare obișnuite. Iar această afirmație este valabilă inclusiv în comparație cu marile bănci, care, în epocă, erau supuse unor reglementări ce le limitau posibilitatea de a-și extinde activitatea în alte state ale federației americane. De asemenea, instituția amintită se putea împrumuta ea însăși pe termen mult mai lung decât băncile, ceea ce era de natură să reducă riscul de lipsă de lichiditate.

*Fannie Mae* primea la scont exclusiv titlurile aferente creditelor ipotecare acordate cu respectarea anumitor norme. În prezent, aceste reguli constituie referențialul pentru definirea așa-numitelor “*credite conforme*”, care, de fapt, sunt “*credite ipotecare de rangul unu*” (*prime mortgages*).

În cursul timpului, *Fannie Mae* a avut rezultate foarte bune, însă, la sfârșitul anilor '60, împrumuturile contractate de acest organism pentru a-și refinanța operațiunile de scont de titluri ipotecare au ajuns să constituie o parte însemnată a

datoriei publice a SUA. De aceea, pentru a degreva bugetul de stat de activitatea instituției respective, administrația Johnson a reorganizat piața ipotecară americană. Astfel, în 1968, a fost creat un nou organism – *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)* –, care a fost însărcinat cu gestionarea creditelor ipotecare garantate de stat în cadrul sistemului de ajutoare acordate veteranilor și altor asistați social. Restul activităților au fost privatizate și regrupate în cadrul unei societăți private de interes public – *Fannie Mae* –, supusă însă și aceasta unor reglementări speciale în materie finanțarea a construcției de locuințe sociale.

În 1970, *Ginnie Mae* a început să emită obligațiuni garantate cu creanțe ipotecare, ceea ce a permis transferarea riscului de nerambursare către subscriitorii titlurilor respective și degrevarea bugetului federal de o mare parte a datoriei publice angajate pentru finanțarea programelor publice de construcții de locuințe. În termeni tehnici, operațiunea constă în regruparea unor credite ipotecare asemănătoare și emisiunea pe baza acestora a unor titluri (obligațiuni) garantate cu active ale emitentului (creanțele respective). Aceste titluri se plasează pe piețele de capital, iar răscumpărarea lor la scadență se face direct de la deținători.

De asemenea, în 1970, a fost înființat *Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac)*, cu scopul de a emite titluri pe baza creditelor ipotecare clasice, dar și pentru a crea un concurent pentru *Fannie Mae*, care urma să fie privatizată.

În cursul timpului, activitatea celor două organisme a evoluat treptat spre un gen de activitate asemănător, ambele instituții reușind să mobilizeze capitaluri însemnate pentru refinanțarea creditelor ipotecare. Principalele lor operațiuni sunt

achiziționarea și deținerea în propriul patrimoniu a creditelor ipotecare “conforme” (*prime mortgages*) și transformarea creditelor imobiliare într-o gamă diversă de titluri garantate cu creanțe ipotecare. Această operațiune se numește “titrizare” (*securitization*).

*Titrizarea este o tehnică financiară, care transformă activele puțin lichide în valori mobiliare ușor negociabile, cum ar fi, obligațiunile*<sup>3</sup>. În forma sa cea mai frecventă, operațiunea constă, pentru o societate deținătoare de active puțin lichide, în vânzarea activelor respective unei societăți intermediare, create în scopul finanțării tranzacției prin contractarea unor împrumuturi pe piață prin emisiunea de titluri de creanță negociabile garantate cu activele respective. Pe lângă garantare, fluxurile financiare generate de activele în cauză servesc pentru plata dobânzilor aferente titlurilor emise, precum și pentru rambursarea capitalului împrumutat; de aceea, se spune că titlurile sunt “garantate” (*collateralized, adosse*) cu active. Pe piețele financiare, aceste titluri garantate cu active sunt numite în mod generic “obligațiuni garantate cu active” (*Asset Backed Securities, ABS*), iar societatea intermediară creată cu ocazia respectivă se numește “entitate cu obiect de activitate specific” (*Special Purpose Vehicle, SPV* sau *Special Purpose Company, SPC*). Titrizarea se poate aplica la toate activele care aduc venituri regulate, inclusiv, deci, la bunurile imobiliare sau la diverse portofolii de creanțe.

Acest mod de finanțare a apărut în

---

<sup>3</sup> Obligațiunile sunt înscrisuri emise de o societate comercială în schimbul sumelor de bani împrumutate, care încorporează îndatorirea societății de a rambursa aceste sume și de a plăti dobânzile aferente.

SUA, la sfârșitul anilor 1980, fiind utilizat inițial în principal de instituțiile de credit. Ulterior, procedeul s-a dezvoltat foarte mult, devenind un instrument important de gestionare a patrimoniului, de management al riscului și de creare (sau însușire) a valorii adăugate. În anul 2006, de exemplu, volumul total al emisiunilor de titluri de acest gen a fost de 452 miliarde euro, față de 78 miliarde în 2000. În ceea ce privește emisiunile americane, acestea reprezentau în același an aproape dublul cifrei amintite.

În cazul creditelor ipotecare, care sunt, în general, de valori mari, titrizarea are avantajul că partajează riscurile, materializându-le în instrumente de vehiculare specifice și oferind totodată investitorilor o nouă categorie de active lichide. În modul acesta, procesul amintit permite diversificarea și amplificarea surselor de capitaluri ale pieței ipotecare.

Titlurile emise în modul acesta sunt achiziționate de investitorii instituționali, de persoanele bogate, de instituțiile bancare și de alți deținători de fonduri.

Piața titlurilor garantate cu creanțe ipotecare permite partajarea și scoaterea riscului de nerambursare și a riscului de lipsă de lichiditate atât din bilanțul băncilor și al celorlalți creditori inițiali, cât și din patrimoniul celor două organisme semipublice menționate: *Fannie Mae* și *Freddie Mac*. Căci, pe de o parte, această piață permite instituțiilor respective găsirea unor surse de finanțare pe termen lung pentru creditele ipotecare, eliminând, astfel, în mare măsură, riscul de lipsă de lichiditate. Pe de altă parte, deși cele două organisme garantează creditele acordate de inițiatori și, deci, își asumă o parte considerabilă din riscul de nerambursare, acestea pot gestiona în mod profesionist riscul respectiv, având în vedere talia și

diversificarea portofoliului lor de active.

Din punct de vedere tehnic, titrizarea se realizează în principal prin regruparea creditelor ipotecare într-o structură *ad-hoc*, și anume o societate înregistrată într-un centru financiar *offshore*, ce emite obligațiuni garantate cu creanțele ipotecare pe care le deține în portofoliu. Mecanismul cel mai simplu este cel care realizează doar rambursarea creditelor direct către deținătorii de titluri; mecanismele mai complexe partajează aceste operațiuni de rambursare între categorii de deținători de titluri cu grade de risc diferite.

Pentru creditorii inițiali, procesul descris are avantajul că le permite să încaseze comisioanele aferente operațiunilor de acordare de credite sau de plasare a titlurilor, fără a-și asuma riscurile inerente: riscul de nerambursare, riscul de variație a ratelor dobânzii și riscul de lipsă de lichiditate. Aceasta, deoarece ei își vând drepturile de creanță aferente creditelor acordate. Totuși, dacă doresc, pot să-și reasume aceste riscuri, cumpărând de pe piață titlurile respective.

Organismele de intermediere – *Fannie Mae* și *Freddie Mac* – încasează comisioane și dobânzi, iar investitorii își pot procura activele ipotecare mai lichide și mai diversificate pe care le preferă.

În fine, în ceea ce privește piața ipotecară în ansamblul său, acesta îndeplinește realmente o importantă funcție socială: facilitează procesul de mobilizare a resurselor necesare pentru finanțarea construcțiilor de locuințe, cu tot cortegiul său de consecințe social-economice benefice.

## 2. Emisiunile private de titluri

Această structură a pieței, bazată pe organisme susținute de stat, s-a dovedit a

fi foarte profitabilă, iar ca urmare a atras și alte instituții financiare.

Astfel, dacă, în 2003, organismele semipublice menționate reprezentau 76% din totalul emisiunilor de titluri garantate cu creanțe ipotecare și cu alte active ale emitentului, restul de 24% revenind marilor corporații financiare de pe Wall Street, la mijlocul anului 2006, ponderea organismelor semipublice a scăzut la 43%, pe când ponderea titlurilor private a crescut la 57% din total [*Inside Mortgage Finance*; apud. Dodd R., 2007, p.16].

Principalii emitenți privați de titluri de acest gen sunt cunoscutele bănci de investiții americane (*Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearnes, JP Morgan,*

*Goldman Sachs, Bank of America*), dar și marile firme specializate în acordarea de credite cu înalt grad de risc (*Indymac, WAMU, Countrywide*).

Paralel cu această transformare rapidă și radicală a pieței, a avut loc o modificare a normele de creditare aplicate în SUA, în sensul dereglementării procesului. În acest cadru liberal, deși *Fannie Mae* și *Freddie Mac* au continuat să acorde aproape exclusiv credite “conforme” (*prime*), corporațiile private și-au sporit cota de piață, în principal, prin titrizarea unor credite ipotecare cu grad înalt de risc și a unor credite numite “*credite Alt-A*”<sup>4</sup> (Tabelul 1).

**Tabelul 1:** Creșterea volumului emisiunilor de titluri garantate cu creanțe ipotecare

Tipul	(miliarde dolari; procente)	
	2003	ian.-iun. 2006
Conforme ( <i>Prime</i> )	57,7 (52)	67,2 (26)
Cu grad înalt de risc ( <i>Subprime</i> )	37,4 (34)	114,3 (44)
<i>Alt-A</i>	15,8 (14)	76,5 (30)
Total	110,8 (100)	258,0 (100)

**Sursa:** *Inside Mortgage Finance*, apud. Dodd R., 2007, p. 17.

Creșterea cantității de titluri garantate cu creanțe ipotecare îndoielnice a creat o problemă, care anterior nu existase în cadrul pieței dominate de organismele de stat. Într-adevăr, asemenea titluri, slab cotate, nu pot fi tranzacționate pe scară largă. Căci, principalii cumpărători de titluri garantate cu creanțe ipotecare sunt investitorii instituționali, însă regulile prudențiale aplicate acestora limitează drastic mărimea expunerii lor prin

deținerea unor titluri cu grad mare de risc. În consecință, doar o mică parte din creanțele cu înalt grad de risc – titrizate sau nu – pot fi vândute investitorilor instituționali aflați în căutare de randamente ridicate.

<sup>4</sup> Creditele *Alt-A* sunt credite acordate unor debitori solvabili, însă mai puțin siguri decât clienții de prim rang.

### 3. Apariția unor noi investitori

Soluția găsită pentru lărgirea pieței creanțelor ipotecare cu grad mare de risc a fost partajarea riscurilor și administrarea lor separată. Din punct de vedere tehnic, această operațiune constă în împărțirea portofoliului de creanțe în două părți: una caracterizată printr-un grad de risc scăzut și alta cu grad de risc mare (și, desigur, cuprinzând titluri mai slab cotate). În acest scop, firmele de pe Wall Street au recurs la un nou instrument financiar, creat în 1987 de societatea de investiții financiare “*Drexel Burnham Lambert*” (între timp dispărută), numit “*obligațiuni structurale garantate cu creanțe*” (*collateralized debt obligations, CDO*).

Caracteristica acestui instrument este că, la fel ca un titlu ipotecar obișnuit, aduce deținătorului un anumit venit (rate scadente plus dobândă), însă permite totodată partajarea riscului aferent unui anumit portofoliu de credite ipotecare în mai multe categorii sau “tranche” de risc. Astfel, să presupunem că un anumit portofoliu de credite ipotecare cu grad mare de risc este structurat în trei clase de risc, pe baza cărora se emit titluri CDO. La scadență, emitentul răscumpără (rambursează) prioritar titlurile aferente tranșei de risc cel mai scăzut (*senior tranche*), în care sunt cuprinse creditele sigure și foarte sigure, dar, care, de obicei, au dobânzi mici; de aceea, plasamentele respective sunt considerate “*investiții*”. După ce au fost răscumpărate titlurile din această tranșă, se retrag cele aferente tranșei intermediare, care corespund unui risc mai ridicat, dar au și un randament mai mare (*mezzanine tranche*). În fine, titlurile aferente celei de-a treia tranșe se răscumpără numai dacă cele din cele două tranșe anterioare au fost retrase

integral. Prin urmare, titlurile din această ultimă clasă sunt cele dintâi grevate de eventualele pierderi aferente portofoliului respectiv de credite ipotecare, ceea ce face ca, de regulă, să nu fie cotate la bursă; de aceea, activele respective sunt asimilabile acțiunilor (*equity*). Însă, pe de altă parte, având în vedere riscul lor ridicat, titlurile din tranșa a treia au cel mai ridicat randament.

Avantajul procedurii CDO este că fiecare tranșă de titluri poate fi vândută separat și, deci, fiecare categorie de active financiare poate fi tranzacționată pe propria sa piață secundară, astfel încât prețurile (cursurile) respective se pot forma diferențiat, în funcție de gradul de risc.

Se constată că, de regulă, cca. 80% din creanțele cu grad mare de risc sunt cedate, în modul acesta, investitorilor instituționali, în timp ce restul sunt vândute fondurilor speculative (*hedge funds*), compartimentelor specializate în operațiuni speculative ale firmelor de pe Wall Street și altor investitori atrași de posibilitățile ridicate de câștig pe care le oferă tranzacțiile de acest gen.

În aceste condiții, fondurile speculative au devenit treptat surse importante de capitaluri pentru piața creditului. Rapoartele agențiilor de *rating* au semnalat încă din 2005 acest fapt, dar autorii lor considerau că investitori respectivi, deși de tip nou, nu vor agrava riscurile.

Problema este că, în SUA, fondurile speculative, care fac plasamente cu grad mare de risc, nu sunt entități transparente, deoarece nu sunt obligate să publice date cu privire la activele, datoriile și operațiunile lor. Pe de altă parte, firmele respective au adesea datorii foarte mari, deoarece își procură resursele prin tranzacții derivative, ori împrumută sume considerabile pentru a le reinvesti. Ca urmare, au-

toritățile de control și ceilalți participanți la piață nu dispun de informațiile necesare cu privire la activitatea fondurilor speculative, deși, din cauza capitalurilor mari pe care le atrag, firmele respective exercită o influență puternică asupra pieței mondiale a creditului, oricum mult mai mare decât s-ar putea crede judecând strict după volumul activelor pe care le dețin.

Astfel, conform informațiilor apărute în presă, volumul datoriilor contractate în mod tipic de un fond speculativ pentru achiziționarea unor titluri din tranșele cu randament ridicat este de 500%. Cu alte cuvinte, pentru a face investiții de 600 milioane de dolari cu ocazia unei emisiuni de titluri CDO din tranșele *equity* și *mezzanine*, fondurile speculative folosesc resurse proprii în valoare de 100 milioane dolari, în timp ce restul de 500 milioane dolari sunt procurate prin atragerea de resurse de la terți. Dacă, să presupunem, 80% din aceste titluri sunt vândute mai departe investitorilor instituționali, care le achiziționează ca forme de plasament de prim rang (*investiții*), înseamnă că un capital de 100 milioane dolari, subscris la fondurile speculative, permite creditorilor inițiali și emitenților de titluri garantate cu ipotecă să alimenteze piața creditelor ipotecare cu grad mare de risc cu o sumă de 3 miliarde de dolari: 2,4 miliarde sub formă de titluri din categoria “*investiții*” și 600 milioane sub formă de titluri obligatare cu grad mare de risc.

#### 4. Criza pieței ipotecare

O deosebire esențială între CDO și celelalte derivative ale creditelor ipotecare, pe de o parte, și titlurile cotate la burse și contractele *futures*, pe de altă parte,

este că cele dintâi nu sunt tranzacționate la burse, ci pe piețele extrabursiere (*over-the-counter market*, OTC). După cum se știe, la burse se intermediază ordinele de vânzare sau de cumpărare adresate de clienți, iar tranzacțiile sunt publice; pe piețele OTC, tranzacțiile se efectuează direct între clienți și agenți (*dealers*), iar datele despre volumul tranzacțiilor și prețuri nu se publică în mod oficial. De aceea, în acest caz, modul de formare a prețurilor este lipsit de transparentă.

De asemenea, trebuie arătat că nu există o autoritate de supraveghere a piețelor OTC, care să permită identificarea expunerilor mari sau vulnerabile.

În fine, spre deosebire de piețele bursiere, piețele OTC nu au creditori de ultimă instanță – aleși dintre participanți (*market makers*) sau instituționalizați în alt mod –, care să furnizeze lichiditățile necesare în situații deosebite. De aceea, în cazul producerii unei crize și prăbușirii prețurilor, participanții încetează a se mai comporta ca susținători ai pieței (*market makers*), iar tranzacțiile se pot opri complet.

În aceste condiții, criza s-a declanșat efectiv în momentul în care investitorii cu datorii foarte mari, cum ar fi amintitele fonduri speculative, au încercat să își ajusteze expunerile sau să se degaje de pe pozițiile perdante, ceea ce a făcut ca piața titlurilor garantate cu credite ipotecare cu risc ridicat să devină nelichidă (Figura 1). În modul acesta, în luna august 2007, fondurile speculative s-au văzut blocate pe poziții defavorabile, iar aceasta tocmai atunci când trebuiau să achite primele cerute de brokerii lor<sup>5</sup>. Situația s-a agravat

<sup>5</sup> Fondurile speculative se împrumută pe baza valorii activelor lor; când valoarea acestor active scade, ele trebuie să găsească noi ca-



și mai mult, din cauză că, în condiții de încetare a tranzacțiilor, nu au mai existat nici prețuri de piață, care să servească drept referențial (*benchmarks*) și nici alte mijloace de a determina valoarea titlurilor cuprinse în diverse tranșe de risc.

Procesul prin care piețele au intrat în colaps în diverse faze ale complicatului parcurs al unui credit ipotecar de la creditorul inițial la finanțatorul final este reprezentat în Figura 1.

Consecința disfuncționalităților arătate a fost că fondurile speculative și-au întrerupt tranzacțiile, iar piața CDO și piața derivatelor conexe creditului au încetat practic să mai existe. Ca urmare, emitenții de CDO nu și-au mai putut plasa titlurile și au încetat să mai emită altele noi. Or, fără parteneri pe piața secundară, numeroși inițiatori de credite ipotecare cu risc mare nu au putut să-și vândă creanțele, ceea ce i-a pus într-o situație critică, având în vedere că o mare parte dintre acești creditori inițiali sunt societăți financiare slab capitalizate sau nereglementate.

În ceea ce privește băncile care finanțează creditorii inițiali, acestea și-au încetat și ele sprijinul, ceea ce a făcut ca aceștia din urmă să nu poată onora obligațiile de plată aferente stocului de credite ipotecare acordate. Reacția lor a fost încetarea acordării unor noi credite, indiferent de gradul lor de risc, iar unii dintre inițiatorii de credite ipotecare, amenințați de spectrul falimentului, au făcut cerere de amânare a declanșării acestei proceduri – facilitate prevăzută de legislația din SUA.

În fine, potențialii cumpărători și proprietari de locuințe nu au mai putut nici ei

obține noi credite ipotecare, ceea ce i-a pus în situația de a nu putea achita lucrările efectuate de constructori. La rândul lor, constructorii, care au luat anterior împrumuturi pentru a construi locuințe destinate vânzării, nu au putut vinde locuințele și, deci, nu au putut rambursa împrumuturile ș.a.m.d.

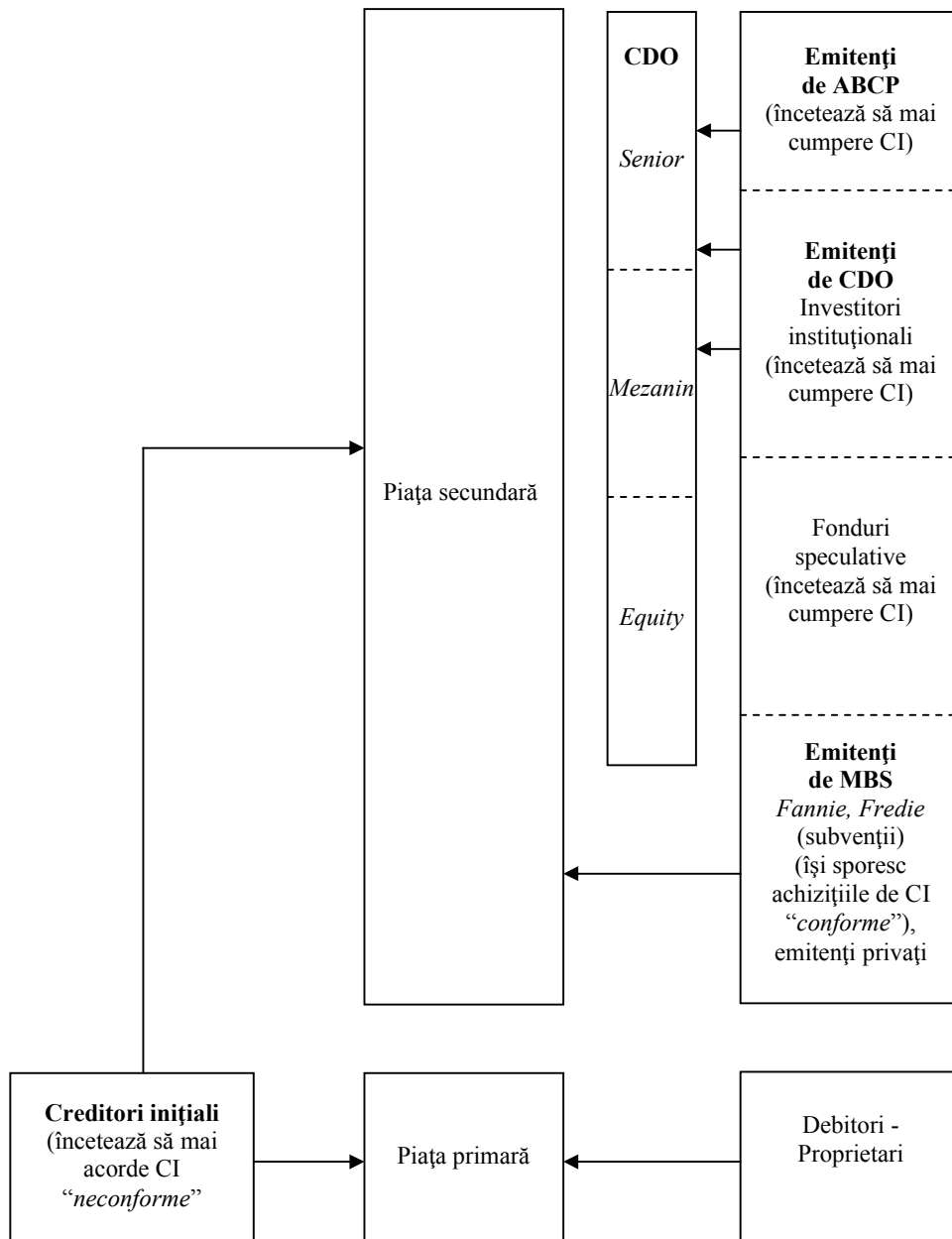
Toate aceste fenomene au determinat o contracție puternică a cererii din sectorul construcțiilor de locuințe, cu toată seria de consecințe negative rezultate de aici în planul creșterii economice.

Faptul că fondurile speculative și alți investitori nu au mai cumpărat creanțe ipotecare cu risc ridicat au arătat tuturor operatorilor că aceste creanțe nu mai sunt considerate forme de plasament sigure, iar ca urmare, cumpărătorii de bonuri de casă (titluri de credit, emise de întreprinderi cu grad mare de solvabilitate) au încetat și ei să achiziționeze asemenea titluri. În consecință, prețurile titlurilor respective au scăzut, iar emitenții lor nu au mai putut să-și procure fondurile necesare pentru rambursarea creditelor ipotecare și a altor genuri de credite pe care le-au contractat de la marile bănci și societăți financiare. În modul acesta, în momentul în care resursele de creditare erau deja epuizate, în sistemul financiar a apărut o nouă cerere suplimentară de credite.

Fondurile speculative și ceilalți investitori riscofili (*risk-lovers*) au jucat, de asemenea, un rol important în repercutura crizei la nivel internațional. Într-adevăr, în momentul în care prețurile CDO au căzut, iar investitorii nu au mai putut să se degaje de pozițiile lor perdante, ei au început să vândă alte active, în special titluri cu randamente ridicate, cum ar fi, acțiunile unor firme din țările cu economie de piață emergentă. Aceasta, pentru a obține profituri suficient de ridicate, care

---

pitaluri sau să își vândă activele pentru a putea rambursa aceste împrumuturi.



**Notă:** ABCP – bonuri de casă garantate cu active (*asset-backed commercial paper*); CDO – obligațiuni structurale garantate cu creanțe (*collateralized debt obligations*); MBS – titluri garantate cu ipoteci (*mortgage-backed securities*); CI – credite (creanțe) ipotecare.

**Figura 1:** Fazele crizei

să le permită să-și acopere pierderile. Ca urmare, cursurile acțiunilor au scăzut la toate bursele din lume, iar monedele țărilor emergente s-au depreciat mai mult decât ar fi fost cazul prin prisma situației variabilelor lor economice fundamentale.

Evoluțiile menționate au fost agravate de lipsa de transparență a pieței OTC, deoarece investitorii propriu-ziși, care adesea sunt riscofobi (*risk-aversers*), nu au mai putut aprecia nici ei dacă este sau nu cazul să se expună la riscul aferent creditelor ipotecare.

Deoarece titlurile garantate cu creanțe ipotecare au, în general, un randament ridicat, acestea au fost cumpărate în cursul timpului de numeroși investitori din afara SUA. În aceste condiții, după declanșarea crizei, unele bănci germane, precum și clienții unei cunoscute bănci engleze (*Northern Rock*) au cerut vehement autorităților de supraveghere să intervină. Țara cea mai afectată de criza pieței bonurilor de casă garantate cu active (*asset-backed commercial paper* – ABCP) a fost Canada, deoarece contractele de credit prin care aceste titluri erau primite la scont s-au dovedit a fi fost încheiate greșit, ceea ce a creat, în momentele critice, o anumită nesiguranță cu privire la căile de acțiune legale. Această problemă a fost rezolvată doar atunci când băncile centrale au intervenit în mod public pe lângă băncile comerciale, cerându-le să își onoreze obligațiile, indiferent de clauzele contractuale.

## **5. Vulnerabilitățile relevate de criză**

Izbucnirea crizei a învederat o serie de vulnerabilități ale pieței ipotecare, a căror suprapunere a făcut ca modesta creștere

inițială a volumului creditelor restante să zguduie întregul sector financiar american – cel mai mare din lume – și, totodată, să afecteze întreaga planetă.

Prima disfuncționalitate s-a manifestat în momentul în care *titlurile din tranșele cu grad mare risc au fost plasate la investitori care deja aveau ei înșiși mari datorii*. Într-adevăr, în SUA, fondurile speculative nu sunt supuse reglementărilor prudentiale de genul celor valabile în cazul băncilor, iar practica acestor firme de a face investiții importante pe baza unor resurse atrase le-a permis asumarea unor riscuri excesive. În general, principiul asumării unor riscuri în funcție de capitalul propriu are avantajul prudential că limitează preluarea de riscuri, constituind, deci, un element de siguranță, ce face ca apariția pierderilor la nivelul unei corporații să nu ducă automat la încetarea plăților acesteia. Spre deosebire de aceasta, practica asumării unor riscuri mai mari decât limitele prudentiale definite de capitalul propriu constituie o bază instabilă pentru organizarea pieței financiare și o falie în structura acestei piețe.

Căderea pieței a ținut, de asemenea, de faptul că o serie de *instituții financiare nesupuse reglementărilor prudentiale și subcapitalizate au fost cele care au furnizat lichidități pieței OTC*, pe care se tranzacționează obligațiunile CDO și celelalte derivate ale creditului ipotecar. Or, în momentul în care piețele respective s-au confruntat cu situații de insolvență, ele au devenit total nelichide, iar tranzacțiile practic au încetat.

O altă cauză importantă a izbucnirii crizei a fost faptul că, în SUA, inițiatorii de credite ipotecare sunt *instituții financiare slab capitalizate și nesupuse reglementărilor prudentiale*. La fel ca fondurile speculative, acești creditori inițiali au

operat și ei cu capitaluri proprii insuficiente, făcând apel, în schimb, la resurse disponibile pe termen scurt pentru a finanța creditele ipotecare acordate. Iar această practică s-a răspândit, deși creditele ipotecare constituie, prin excelență, imobilizări de fonduri pe termen lung. Explicația rezidă în faptul că creditorii inițiali intenționau să vândă relativ rapid creanțele respective. Or, în momentul în care inițiatorii de credite ipotecare nu au mai putut să-și vândă creanțele ipotecare, deoarece societățile de investiții financiare au încetat să le mai cumpere, un mare număr dintre acești simplii distribuitori de credite au fost nevoiți să-și înceteze activitatea.

Situația a fost exacerbată de *lipsa de transparență a pieței OTC*, ce a dus la incapacitatea participanților la piață de a identifica categoria de risc în care se încadrează diverse credite ipotecare și la imposibilitatea cuantificării riscurilor respective în funcție de criteriile lor specifice. De aici, a rezultat o inversare bruscă a atitudinii față de riscuri: de unde, anterior, investitorii manifestau o atitudine optimistă față de riscurile caracteristice acestei piețe, dintr-o dată, aceiași investitori, dezorientați și terorizați, au intrat brusc în panică, supraestimând riscurile și evitând chiar și tranșele “*senior*” de prim ordin.

*Piețele OTC au suferit, de asemenea, de o acută lipsă de lichiditate.* Ca urmare, în loc de a fi flexibile la volatilitatea prețurilor, așa cum presupune conceptul de “*pieță perfectă*”, din care s-au inspirat partizanii dereglementării lor, piețele respective s-au închis tocmai în momentul în care obiectul tranzacțiilor și-a pierdut atractivitatea, iar cumpărătorii au început să se retragă.

## 6. Remedii necesare

Dincolo de remediile specifice, a căror aplicare este imperios necesară pentru stabilizarea pieței americane a creditului imobiliar, al cărei colaps a declanșat întreaga serie de evenimente, criza a înverderat existența unor probleme mai profunde și mai generale. Pentru soluționarea acestor probleme de fond, se impun cel puțin următoarele măsuri:

În primul rând, este necesar să se stabilească dacă și în ce măsură este eficace aplicarea în cazul piețelor OTC și a fondurilor speculative a reglementărilor generale cu privire la garanții și la capitalul minim. De asemenea, se impune studierea oportunității adoptării unor norme prudențiale specifice subsectorului financiar respectiv.

În al doilea rând, trebuie evaluat impactul pe care l-ar avea asupra eficacității economice, în general, și asupra stabilității financiare, în particular, instituirea, inclusiv în cazul piețelor OTC și al fondurilor speculative, a unor obligații de a publica informații, de exemplu, cu privire la derivate și la tranzacțiile cu titluri CDO.

În al treilea rând, se impune extinderea unor reglementări – de genul celor care se aplică în cazul burselor și al pieței OTC a titlurilor de stat americane –, care obligă operatorii să presteze serviciul de susținători ai pieței (*market makers*). Căci, prin crearea unei asemenea funcții de finanțator de ultimă instanță, penuria de lichidități a principalelor piețe OTC ar putea fi evitată.

În al patrulea rând, în cazul SUA, ar trebui studiate avantajele reglementării prudențiale a activității inițiatorilor de credite ipotecare, precum și supunerea acestora controlului unei autorități federale, la fel ca oricare altă instituție financiară.

## 7. Posibile efecte asupra stabilității financiare a economiei românești

Turbulențele de pe piețele financiare internaționale nu par a fi afectat până acum stabilitatea financiară din România nici prin canalul *indirect* (impact asupra economiei reale), nici prin cel *direct* (impact asupra sectorului bancar și al piețelor financiare).

Canalul indirect este constituit în principal din următoarele procese economice: 1) creșterea economică și comerțul exterior; 2) finanțarea deficitului de cont curent; și 4) încrederea operatorilor din economie.

1) *Creșterea economică și comerțul exterior* sunt susceptibile fi afectate doar într-o mică măsură, deoarece relațiile comerciale ale României cu SUA sunt modeste și în scădere. În ceea ce privește relațiile cu UE, cu care România realizează, într-adevăr, cea mai mare parte a comerțului său exterior, previziunile privind creșterea economică în zona respectivă se mențin aproape la același nivel ca în trecut. Ca urmare, nu există motive să se creadă că exporturile sau importurile românești vor suferi modificări.

De altfel, chiar și în cazul unei încetiniiri substanțiale a creșterii economice în zona euro, impactul asupra dinamicii PIB în România ar fi limitat, având în vedere nivelul ridicat al cererii interne. Un alt factor care acționează în același sens este predominanța în structura exportului a unor mărfuri a căror cerere are o elasticitate limitată în raport cu succesiunea fazelor ciclului de afaceri din țările importatoare.

Totuși, având în vedere că ponderea datoriei private externe și cea a creditelor interne în valută sunt relativ mari, este

posibil ca o depreciere importantă a leului să producă efecte adverse sistemice asupra economiei reale [Mircea ș.a., 2006, p.23].

2) *Finanțarea deficitului de cont curent* (14% din PIB în 2007) ar putea fi însă mai dificilă, în cazul în care, pe plan internațional, se înregistrează o penurie prelungită de lichidități. Totuși, în ultima perioadă, lichiditatea globală a piețelor financiare internaționale pare a se îmbunătăți. De asemenea, se constată unele tendințe de renaștere a apetitului pentru risc, precum și faptul că investitorii strategici au început să caute din nou unele oportunități de a cumpăra titluri [De Rato, 2007]. În aceste condiții, marjele de profit (*asset swap spread*) la obligațiunile de stat emise în euro de către țările emergente din Europa, printre care și România, nu au cunoscut evoluții nefavorabile.

3) *Condițiile de finanțare ale companiilor și populației* nu au fost, deocamdată, afectate. Dimpotrivă, dobânzile la creditele nou acordate, mai ales cele aferente creditelor libelate în valută, chiar s-au redus. Mai mult, companiile nefinanciare din România continuă să realizeze rate înalte de investiții, iar disponibilitățile lor din conturile bancare nu s-au diminuat, ceea ce arată că întreprinzătorii găsesc cu relativă ușurință fondurile de care au nevoie.

4) *Încrederea agenților economici* nu pare nici ea a fi afectată de turbulențele de pe piețele internaționale. În România, la fel ca la nivelul întregii UE, anticipațiile agenților economici și ale populației nu au devenit mai pesimiste în urma recentelor evenimente de pe piețele financiare internaționale, astfel că se poate spune că deciziile lor de investiții și de consum nu par a fi afectate.

Canalul *direct* este reprezentat de influențele exercitate asupra: 1) *sectorului bancar*; și 2) *piețelor de capital interne*.

1) *Sectorul bancar* ar putea fi afectat mai ales prin canalul reprezentat de datoriile externe ale băncilor din România. Într-adevăr, din punct de vedere al resurselor utilizate, sectorul bancar românesc depinde tot mai mult de finanțarea externă (25% din total pasive bancare, în iulie 2007, față de 5%, în 2000). De aceea, în cazul în care lichiditatea de pe piețele financiare s-ar reduce, ar putea apărea probleme de refinanțare pentru băncile rezidente, a căror consecință ar fi restrângerea liniilor de credit deschise băncilor din România, respectiv accesul mai dificil, cu costuri mai însemnate, al sectorului privat românesc la finanțare externă.

Cu toate acestea, un șoc provenit din direcția băncilor europene este considerat improbabil de către oficialii UE [McCreevy, 2007], deoarece piața ipotecară europeană are caracteristici diferite față de cea din SUA, iar pierderile înregistrate din cauza plasamentelor în titluri cu grad mare de risc au fost deja acoperite fără dificultăți notabile [Trichet, 2007].

În ceea ce privește activele bancare garantate cu ipoteci, acestea sunt, în general, solide. De aceea, este foarte puțin probabil ca evoluția pieței ipotecare din SUA să se manifeste și în România.

Alte argumente în sprijinul acestei afirmații sunt următoarele:

- în România, nu au fost emise titluri garantate cu ipoteci;
- creditele ipotecare acordate de către băncile românești au o calitate foarte bună și sunt solid garantate (LTV 75%);
- ponderea creditului ipotecar în total credit neguvernamental este modestă;
- este puțin probabil ca prețul imobilelor să scadă, atât din cauza caracteristicilor structurale și de convergență ale economiei românești, cât și pentru că intenția populației de a cumpăra noi

imobile rămâne puternică;

- gradul de capitalizare bancară (de natură să permită suportarea eventuale pierderi neașteptate) este foarte ridicat.

2) *Piețele de capital interne* par și ele puțin afectate. Astfel, în ceea ce privește *pieța monetară*, impactul ultimelor evenimente a fost nesemnificativ comparativ cu cel generat de factorii interni. Într-adevăr, o analiză a evoluției recente a ratei dobânzii interbancare arată că acest parametru a fost corelat mai intens cu evoluția dobânzii de referință a politicii monetare, stabilite de BNR, decât cu mișcarea dobânzilor internaționale<sup>6</sup>.

Pe *pieța valutară*, efectul a fost ceva mai important decât pe celelalte segmente ale pieței interne, ca urmare, probabil, a unei mai mari implicări a investitorilor nerezidenți. Acest efect a constat în accentuarea presiunilor de depreciere a monedei naționale, ceea ce a avut efecte negative asupra importatorilor și asupra debitorilor expuși riscului valutar.

Turbulențele pe piețele financiare internaționale s-au resimțit mai puternic pe *pieța financiară* din România. Astfel, se constată că a fost afectată evoluția indicilor bursei din București, în special pe segmentul titlurilor societăților financiare, și că lichiditatea pieței s-a redus. Această sensibilitate mai mare a pieței financiare autohtone la fenomenele de piețele externe se explică prin nivelul ridicat (în termeni relativi) al prețurilor acțiunilor și scăderea atractivității pieței românești din punctul de vedere al relației randament-risc. Principalele cauze sunt: lichiditatea scăzută, lipsa unei piețe a derivatelor suficient de dezvoltată pentru a stopa creșterea ale cota-

<sup>6</sup> Cu excepția perioadei aprilie – mai 2007, când rata dobânzii interbancare a atins valori de peste 30%.

țiilor mult peste valorile de echilibru și numărul redus de oferte publice inițiale de acțiuni (IPO), care să satisfacă cererea ridicată de pe piață.

\*  
\*      \*

În concluzie, în cursul ultimelor decenii, a avut loc o dezvoltare rapidă și o sofisticare a sistemelor financiare, în primul rând a celui american, ceea ce a dat naștere la activități și instrumente financiare diversificate și complexe. În cadrul acestui proces, evoluția sectorului financiar joacă un rol din ce în ce mai mare în apa-

riția și amplificarea fluctuațiilor macroeconomice. Efectele negative ale acestei instabilități financiare evidențiază necesitatea adoptării unor măsuri în domeniul reglementării prudențiale, al contabilității, măsurării riscului, politicii monetare etc., în scopul întăririi sistemului financiar și asigurării stabilității macroeconomice.

Având în vedere acest context, este necesar ca autoritățile de resort din România să monitorizeze cu atenție evenimentele de pe piețele financiare internaționale, deoarece fenomenele sunt încă în curs de desfășurare, iar eventualele evoluții adverse pot afecta substanțial economia românească.

## Bibliografie

- Bernanke, B., *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Speech at the Jackson Hole Symposium de la Federal Reserve Bank de Kansas City, August 31, 2007.
- Bernanke, B., *The Recent Financial Turmoil and Its Economic and Policy Consequences*, Speech at the Economic Club of New York, 15 October 15, 2007.
- Cerna, S., ș.a., 'Economie monetară și financiară internațională', Editura Universității de Vest, Timișoara, 2005.
- De Rato, R., *The Implications of Recent Financial Market Turbulence for the Global Economy*, Speech at the Ambrosetti Forum, Italy, September 7, 2007.
- Dodd, R., *Subprime: Tentacles of a Crisis*, 'Finance and Development', vol.44, nr.4, 2007.
- McCreevy, C., *Financial Stability and the Impact on the Real Economy*, European Parliament's Plenary Session, Strasbourg, September 5, 2007.
- Mircea, R.; Răcaru, I. și Mărgărit, A., *Rolul companiilor nefinanciare din România în asigurarea și menținerea stabilității financiare*, 'Caiete de studii BNR', nr.17, 2006.
- Wray, L., *Lessons from the Subprime Meltdown*, 'Levy Economics Institute Working Paper', nr.522, Levy Economics Institute, 2007.