

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI

Cu titlu de manuscris

C.Z.U.: 658.14/15:338.124 (478) (498) (043)

NICULAE Mirela

**STABILITATEA FINANCIARĂ A AGENȚILOR ECONOMICI
ÎN CONDIȚII DE CRIZĂ ECONOMICĂ**

522.01. Finanțe

Teză de doctor în științe economice

Conducător științific:

Cobzari Ludmila, dr. hab., prof. univ.,

Autor:

Niculae Mirela

CHIȘINĂU, 2016

© Niculae Mirela, 2016

CUPRINS

ADNOTARE	5
ANNOTATION	6
АННОТАЦИЯ	7
LISTA ABREVIERILOR	8
INTRODUCERE	10
1. ABORDĂRI CONTEMPORANE ALE STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI ÎN CONTEXTUL PROCICLICITĂȚII SISTEMELOR ECONOMICE	17
1.1. Elemente definitorii ale agenților economici și piețelor interconectate stabilității financiare	17
1.2. Teoretizări asupra conceptului de stabilitate financiară	27
1.3. Repere conceptuale ale fenomenului ciclicității în cadrul sistemelor economice	34
1.4. Concluzii la capitolul 1	44
2. ELABORAREA METODOLOGIEI DE EVALUARE A STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI	46
2.1. Dezvoltarea conceptului de stabilitate financiară a agenților economici	46
2.2. Contribuții la perfecționarea metodologiei de evaluare a stabilității financiare a agenților economici	56
2.3. Analiza stabilității financiare a agenților economici din Republica Moldova și România	64
2.4. Concluzii la capitolul 2	81
3. IMPACTUL CRIZELOR ECONOMICE ASUPRA STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI	85
3.1. Configurarea metodologiei stabilității financiare prin prisma anticipării crizelor financiare	85
3.2. Analiza indicatorilor ciclurilor economice în Republica Moldova și România în corelare cu alte grupuri de țări	89
3.3. Evaluarea și prognozarea stabilității financiare sistemice în Republica Moldova și România	97
3.4. Concluzii la capitolul 3	108
4. RAȚIONALIZAREA DIRECȚIILOR ȘI MĂSURILOR DE CONSOLIDARE A STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI	111
4.1. Retrospectiva reformelor politicilor regulatorii orientate spre relansarea economică și stabilitatea financiară în perioada post-criză	111
4.2. Promovarea politicilor și măsurilor cu efect consolidant asupra stabilității financiare	119
4.3. Concluzii la capitolul 4	130
CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI	134
BIBLIOGRAFIE	139
ANEXE	150

Anexa 1. Grupele de agenți economici după sectoare instituționale și rol în circuitul economic	151
Anexa 2. Sinteza abordării conceptului de stabilitate financiară	152
Anexa 3. Sinteza definițiilor ciclurilor și crizelor economice și financiare, tipologia, formele de contagiune și descrierea mediului de afaceri pe durata fazelor ciclului Juglar	155
Anexa 4. Sinteza indicatorilor utilizați de FMI pentru evaluarea stabilității financiare	160
Anexa 5. Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare a agenților economici agregați și a pieței financiare	161
Anexa 6. Indicatorii de instabilitate financiară incluși în structura indicelui compozit de instabilitate financiară și statistica descriptivă a acestora	166
Anexa 7. Indicii instabilității financiare sectoriale și prognoza pe termen scurt a stabilității financiare sistemice în Republica Moldova și România	168
Anexa 8. Rezultatele modelelor econometrice de evaluare a interdependenței dintre stabilitatea financiară sistemică, ciclicitatea economică și variabilele macroeconomice în Republica Moldova și România	170
Anexa 9. Cadrul european de supraveghere al sistemului financiar al UE	173
Anexa 10. Instituții/organisme create pentru asigurarea stabilității financiare la nivel internațional și regional	174
Anexa 11. Modificările propuse la formularul de raportare statistică pentru agenții economici nefinancieri conform S.N.C. 5	175
Anexa 12. Acte de implementare a rezultatelor cercetării	177
 DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII	 180
 CURRICULUM VITAE	 181

ADNOTARE

la teza pentru obținerea gradului științific de doctor în științe economice cu tema:
„**Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică**”.

Niculae Mirela, Chișinău, 2016. Specialitatea 522.01 – Finanțe.

Teza cuprinde introducerea, 4 capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografia din 203 de titluri, 12 anexe și este expusă pe 138 de pagini text de bază și conține 23 tabele, 44 de figuri și 11 formule. Cercetările sunt reflectate în 15 publicații științifice.

Cuvinte-cheie: stabilitate financiară, instabilitate financiară, criză economică, criză financiară, interconexiuni, indicatori stabilitate financiară, modele econometrice ale stabilității financiare, factori consolidanți ai stabilității financiare.

Domeniul de studiu îl constituie finanțele.

Scopul și obiectivele cercetării rezidă în analiza teoretico-practică și metodologică a stabilității financiare la nivel micro și macroeconomic în condițiile fluctuațiilor economice ciclice, elucidarea factorilor contributorii stabilității financiare și formularea de propuneri relevante privind perfecționarea și eficientizarea politicilor și strategiilor de consolidare a stabilității financiare a agenților economici și a economiilor naționale.

Obiectivele lucrării constau în examinarea stabilității financiare sistemice a Republicii Moldova și a României în contextul fluctuațiilor ciclice și tendințelor externe; analiza situației stabilității financiare a agenților economici; identificarea factorilor determinanți ai stabilității financiare; identificarea strategiilor de consolidare a stabilității financiare a agenților economici.

Noutatea științifică a investigației este constituită din fundamentarea conceptului stabilității financiare și identificarea mix-ului de factori determinanți, cu reliefarea importanței calității interconexiunilor între elementele sistemului financiar și cu celelalte componente ale sistemului economic; determinarea corelației dintre stabilitatea sectorului bancar și fluctuațiile ciclice; construirea algoritmilor de estimare a stabilității financiare a grupelor de agenți economici conform modelului cu cinci sectoare al sistemului economic, pe baza unor sisteme de coeficienți, schițarea recomandărilor de inducere și consolidare a stabilității financiare; elaborarea modelului de regresie privind identificarea factorilor determinanți ai stabilității financiare și aplicarea acestuia; determinarea relațiilor dintre nivelul concurenței, disciplina de piață, accesul financiar, incluziunea financiară și stabilitatea financiară, cercetarea posibilităților de influențare a factorilor contributivi la stabilitatea financiară prin politici publice, și elaborarea recomandărilor privind modificarea formularelor de raportare statistică pentru agenții economici, cu includerea indicatorilor de stabilitate financiară (performanță, eficiență și prudență) în vederea monitorizării și consolidării stabilității financiare la nivelul economiei naționale și a conștientizării importanței acesteia pentru fiecare agent economic individual, dar și a importanței contribuției acestora la stabilitatea financiară sistemică a întregii economii.

Problema științifică importantă soluționată constă în fundamentarea stabilității financiare ca fenomen complex prin determinarea contribuției tuturor agenților economici instituționali, bazat pe aplicarea unui sistem de indicatori financiari și elucidarea măsurilor de inducere și consolidare a stabilității financiare sistemice.

Semnificația teoretică: constă în conceptele precizate, metodologiile noi elaborate, constatările realizate ce vor servi drept suport pentru cercetările științifice viitoare. Totodată, teza poate fi propusă ca sursă bibliografică în procesul didactic din instituțiile de învățământ economic superior.

Valoarea practică a lucrării rezidă în: posibilitatea utilizării metodologiei elaborate de către organele de reglementare și supraveghere financiară și ministerele de resort; utilizarea de către organele administrative a băncilor, a companiilor nefinanciare și de către menajele a seturilor de indicatori în scopul estimării stabilității financiare; utilizarea de către acționarii băncilor și companiilor, de către deponenți a setului de indicatori de evaluare a stabilității financiare, în vederea fundamentării deciziilor economice a lor; includerea de noi indicatori în rapoarte financiare; sporirea nivelului de educație financiară și conștientizare a importanței menținerii stabilității financiare ca măsură anti-ciclică.

Implementarea rezultatelor științifice: Implementarea rezultatelor științifice: recomandările elaborate în teză au fost înaintate spre utilizare Băncii Comerciale Române, Biroului Național de Statistică din Moldova și spre utilizare în procesul de studii în cadrul Academiei de Studii Economice din Moldova.

ANNOTATION

Niculae Mirela: "Financial stability of economic agents under conditions of economic crisis"

PhD thesis in economics, specialty 522.01. Finance. Chisinau, 2016.

The thesis was developed at the Department "Finance and Insurance", AESM and includes introduction, 4 chapters, conclusions and recommendations, bibliography consisting of 202 sources, 12 annexes, 138 pages of main text, 23 tables, 44 figures and 11 formulas. The researches are reflected in 15 scientific publications.

Key-words: financial stability, financial instability, economic crisis, financial crisis, interconnections, financial stability indicators, econometric models of financial stability, factors affecting financial stability.

Field of study of this thesis is finances.

The thesis aim is to develop theoretical, practical and methodological fundamentals of financial stability concept and assesment methodology at micro and macroeconomic level, under conditions of cyclical economic fluctuations, to elucidate the contributory factors on financial stability and to formulate relevant proposals on improving and streamlining policies and

Objectives of the thesis: research of the theoretical and methodological fundamentals of financial stability and the highlighting of the situation in this field; to examine the systemic financial stability of Moldova and Romania within the context of external trends and cyclical fluctuations; to analyse the financial stability of economic agents and identify the determinants of financial stability; to detect the strategies to strengthen financial stability.

Scientific novelty and originality consists of: specifying and deepening the concept of financial stability and identifying the mix of determinant factors with highlighting the importance of the quality of interconnections between elements of the financial system and other components of the economic system; determining the correlation between financial stability and cyclical fluctuations; building algorithms to estimate the financial stability of economic agents according to the five-sectors models of economic system, based on coefficient systems, drafting recommendations for induction and consolidation of financial stability; developing regression model on identifying the determinants of financial stability and its application for analysis of financial stability in Romania; determining the relationship between the level of competition, market discipline, financial access, financial inclusion and financial stability, research the factors contributing to financial stability through public policies, and making recommendations on changing forms of statistical reporting for economic agents, for including indicators of financial stability (performance, efficiency and prudence) to monitor and strengthen the financial stability of the national economy and the awareness of the importance of financial stability for each individual economic agent, and awareness of the importance of their contribution to systemic financial stability of the whole economy.

Important scientific issue solved consist in the foundation of financial stability as a complex phenomenon, determined by the contribution of all economic institutional agents, based on financial indicators and elucidate inducing and consolidated measures to strengthen systemic financial stability.

Important scientific issue solved consists in the possibility of using the developed methodology by the financial regulatory and supervisory bodies and ministries, banks administrators, non-financial corporations and households to assess financial stability, for arguer their economic decisions; incorporation of new indicators in financial reports; increasing the level of financial education and awareness of the importance of maintaining financial stability as anti-cyclical measure.

The theoretical significance and applicative value of the paper is to develop concepts, definitions, new methodologies and findings; identifying of the relationship between the level of competition, market discipline, financial access, financial integration and financial stability; which will serve as support for future research, evaluation of the interdependence between financial stability and other economic goals.

Implementation of scientific results. The most important results of the research have been accepted for implementation by the Romanian Commercial Bank, the National Bureau of Statistics of Moldova and for teaching purposes in ASEM, as confirmed by implementation documents.

АННОТАЦИЯ

к докторской диссертации «Финансовая устойчивость хозяйствующих субъектов в условиях экономического кризиса», Никулае Мирела, Кишинэу, 2016, специальность 522.01. Финансы.

Докторская диссертация, была разработана на Кафедре «Финансы и Страхование», Академии Экономических Знаний Молдовы (МЭА) и состоит из: введения, 4-х глав, заключения и рекомендаций, библиографии из 202 источников, 12 приложений, 138 страниц базового текста, 23 таблиц, 44 графика и 11 формул. Исследования отображены в 15 научных публикациях.

Ключевые слова: финансовая стабильность, финансовая нестабильность, экономический кризис, финансовый кризис, межсоединения, показатели финансовой устойчивости, модели финансовой устойчивости, факторы финансовой стабильности.

Область исследования диссертации представляет собой финансы.

Основной целью исследования является развитие теоретических, практических и методологических основ концептуализации и анализа финансовой устойчивости на микро- и макро- уровне в условиях циклических колебаний экономики, освещающих факторы способствующим финансовой стабильности и разработку соответствующих предложений по совершенствованию и рационализации политик и стратегий, направленных на укрепление финансовой стабильности хозяйствующих субъектов и национальной экономики.

Задачи исследования: исследование теоретических и методологических основ финансовой стабильности, анализ ситуации в данной области; исследование финансовой стабильности Молдовы и Румынии в контексте внешних тенденций и циклических колебаний; анализ финансовой стабильности хозяйствующих субъектов и выявление детерминантов финансовой стабильности; выявление стратегий для укрепления финансовой стабильности.

Новизна и оригинальность научного исследования состоит в: уточнении и углублении концепта финансовой устойчивости и определение определяющих факторов с подчеркиванием важностью качества взаимосвязей между элементами финансовой системы и других компонентов экономической системы; определение корреляции между финансовой стабильности и циклических колебаний; строение алгоритмов оценки финансовой устойчивости хозяйствующих субъектов, основанной на системах коэффициентов, выработка рекомендаций для индукции и укрепления финансовой стабильности; разработки регрессионной модели по выявлению факторов, определяющих финансовую стабильность и его применение для анализа финансовой устойчивости в Румынии; определение взаимосвязи между уровнем конкуренции, рыночной дисциплины, доступности финансовых услуг, финансовой интеграции и финансовой стабильности, исследование возможностей влияющих факторов, способствующих финансовой стабильности с помощью государственной политики, а также выработка рекомендаций по изменению форм статистической отчетности для экономических агентов, и включение показателей финансовой стабильности (производительность, эффективность и пруденциальность) для мониторинга и укрепления финансовой стабильности национальной экономики и осознание ее важности для каждого отдельного экономического агента и их вклада в финансовой стабильности всей экономики.

Решенная научная проблема состоит в обосновании финансовой стабильности как сложного явления, путем определения вклада всех экономических институциональных агентов, развития механизма оценки финансовой стабильности основанного на системе финансовых показателей, выяснение мер индукции и укреплении системной финансовой стабильности.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в развитии концепции, понятий, определений, новых методологий, выводов; выявлении связи между уровнем конкуренции, рыночной дисциплины, доступности финансовых услуг, финансовой интеграции и финансовой стабильности; которые будут служить в качестве поддержки для будущих научных исследований.

Внедрение научных результатов. Наиболее важные результаты исследования были приняты для внедрения Румынским Коммерческим Банком, Национального бюро статистики Молдовы и в преподавательской деятельности в МЭА, что было подтверждено документально.

LISTA ABREVIERILOR

AE-1	Agentul Economic Agregat „Menajele/Gospodăriile casnice”
AE-2	Agentul Economic Agregat „Firmele producătoare (nefinanciare)”
AE-3	Agentul Economic Agregat „Sectorul guvernamental”
AE-4	Agentul Economic Agregat „Sectorul financiar”
AE-5	Agentul Economic Agregat „Sectorul extern”
APR	Activele ponderate la risc
BCE	Banca Centrală Europeană
BM	Banca Mondială
BNM	Banca Națională a Moldovei
BNR	Banca Națională a României
BNS	Biroul Național de Statistică
BPE	Balanța de Plăți Externe
BPN	Bugetul Public Național
CAEN	Clasificatorul Activităților Economiei Naționale
BCBS	Comitetul de la Basel pentru Supraveghere Bancară
CE	Comisia Europeană
CEBS	Comitetul Supraveghetorilor Bancari Europeni
CERS	Comitetul European pentru Risc Sistemic
CFI	Centrul pentru Incluziune Financiară
CIP	Centrala Incidentelor de Plăți
CNSF	Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară
CNSM	Comitetul Național pentru Supraveghere Macroprudențială
CNT	Capital Normativ Total
CSA	Comisia de Supraveghere a Asigurărilor (în prezent ASF)
CSI	Comunitatea Statelor Independente
CSSPP	Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private (în prezent ASF)
BRRD	Directiva privind redresarea și rezoluția bancară
EBIT	Câștiguri înainte de dobânzi și impozite
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comisiei Europene
EUR	moneda euro, moneda UE
FGDB	Fondul de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar
FMI	Fondul Monetar Internațional
FUR	Fond Unic de Rezoluție
IFN	Instituții financiare nebankare
IFRS	Standarde Internaționale de Raportare Financiară

IMM	Întreprinderi mici și mijlocii
INS	Institutul Național de Statistică
ISD	Investiții străine directe
ISF	Indicatorii sănătății financiare
MDL	leul moldovenesc, moneda națională a Republicii Moldova
MUR	Mecanism Unic de Rezoluție
MUS	Mecanism Unic de Supraveghere
PIB	Produsul Intern Brut
PSC	Pactul de stabilitate și de creștere al UE
RMO	Rezerve minime obligatorii
ROA	Rentabilitatea activelor
ROE	Rentabilitatea capitalului
RON	leul românesc, moneda națională a României
RRF	Reguli de Responsabilitate Fiscală
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
SUA	Statele Unite ale Americii
TBTF	<i>eng. To Big To Fail</i> , ro. prea mari pentru a da faliment, se referă la instituțiile financiare
UE	Uniunea Europeană
VAB	Valoarea adăugată brută
USD	dolarul american.

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei abordate. După multiplele cercetări efectuate asupra stabilității financiare considerăm că cea mai elocventă modalitate prin care s-a argumentat importanța stabilității financiare este momentul în care a început să fie percepută drept „un bun public, bun ne-rival și ne-exclusiv”[138].

Actualitatea temei pentru Republica Moldova, România și la nivel global, rezidă din faptul că crizele sunt evenimente extrem de costisitoare din perspectiva dislocărilor economice produse: politica monetară este profund afectată, canalele de transmitere a politicii sunt întrerupte, politica fiscală suportă presiuni, urmare a necesității de eforturi semnificative pentru a restabili echilibrul macroeconomic, iar un număr mare de companii și menaje suferă pierderi de venituri și avere.

Faptul dat a fost subliniat suficient de tranșant de către Ben Bernanke, guvernatorului FED-ului american în anul 2012, când a spus că “În ultimele decenii înainte de declanșarea crizei financiare, politica de stabilitate financiară tindea să fie pusă în umbră de politica monetară, care a fost văzută ca principala funcție a băncilor centrale. După criză însă, politica de stabilitate financiară a căpătat o mai mare importanță, iar acum este considerată a sta pe picior de egalitate cu politica monetară, ca responsabilități critice ale băncilor centrale”[108]. Prin această declarație, stabilității financiare i-a fost atribuit statutul unei politici macroeconomice fundamentale.

De obicei, este nevoie de timp pentru a constata problemele financiare, ce rezultă din instabilitatea financiară. Mai mult decât atât, criza creditelor ipotecare din SUA începută în septembrie 2007, extinsă prin contagiune s-a transformat în criză financiară internațională, ale cărei consecințe negative imense și costuri totale nu au fost estimate deplin până în prezent.

Stabilitatea financiară prezintă în sine un fenomen extrem de complex de măsurat. În prezent, în literatura economică academică și documentele de politici publice, în sens larg conceptul de stabilitate financiară descrie starea întregului sistem economic, iar în sens restrâns se referă la stabilitatea sistemului financiar, deseori axându-se exclusiv pe stabilitatea sistemului bancar.

Mai mult decât atât, atenția majoră acordată stabilității financiare indirect ar putea fi interpretată ca fațetă a schimbării țintelor strategiilor de politici – de la politici pe termen scurt, ce țineau inflația și șomajul, la cele pe termen lung, cu luarea în considerare a relației dintre creșterea economică și ciclul financiar, și încurajarea creșterii sustenabile.

Necesitatea cercetării esenței, cauzelor și metodelor de inducere și menținere a stabilității financiare este accentuată și de faptul că sistemului financiar îi este propriu un caracter prociclic. Comportamentul prociclic al sistemului financiar, și în special, al sistemului bancar, înseamnă că intermediarii financiari amplifică volatilitatea în activitatea economică. În esența sa, comportamentul prociclic poate avea implicații deosebit de grave în perioadele de declin economic, deoarece în anumite condiții acesta poate considerabil prelungi și aprofunda recesiunea prin intermediul efectului de feedback asupra economiei.

Deși relația pozitivă între stabilitatea financiară și creșterea economică nu este încă bine identificată, totuși, mai multe cercetări empirice arată că dezvoltarea sistemului financiar este asociată cu creșterea economică. Pe de altă parte, instabilitatea financiară, în opinia multor cercetători, întârzie creșterea economică, sau o blochează în totalitate.

Literatura științifică consacrată domeniului abordează preponderent trei aspecte asociate stabilității financiare. Primul – al esenței fenomenului, al doilea - al cauzelor acestuia, și al treilea – al impactului și riscurilor asupra creșterii și dezvoltării economice a economiilor naționale, din perspectiva costurilor cauzate.

România, în postura sa de stat membru al UE, elaborează Rapoarte ale stabilității financiare și le publică anual. În Republica Moldova, în prezent, deși unele aspecte izolate ale stabilității sistemului bancar sunt monitorizate și evaluate în Rapoartele anuale și periodice ale BNM, nu există o abordare complexă și integrată asupra stabilității financiare pe sistemul financiar.

Suportul metodologic și teoretic al tezei. Baza metodologică a tezei o constituie lucrările elaborate în cadrul centrelor de cercetare internațională, băncile centrale din România, Republica Moldova, Banca Centrală Europeană și Fondul Monetar Internațional.

Drept fundament teoretic a tezei au servit lucrările economiștilor autohtoni și străini în materie de economie și finanțe. Studiului fenomenului ciclicității s-au dedicat mai mulți economiști de frunte: C. Juglar, N. Kondratiev, J. Kitchen, M. Kalecki, S. Kuznets, P. Krugman, F.Mishkin, J. Schumpeter, I. Fisher, J. Hicks, G. Hansen, R. Lucas, P. Samuelson, M. Isărescu ș.a. În domeniul stabilității financiare aporturi remarcabile aparțin: H. Minski, G. Shinazi, A.Crockett, J. Chant, R.Ferguson, O. Eckshtein, M. Isărescu, C. Albuлесcu, V. Cocriș, D. Bucătaru, I. G. Kormilițina, G. Belostecinic, L. Cobzari, A. Secrieru, G. Ulian, R. Perciun, A. Timuș, V. Lopotenco ș.a.

În calitate de **suport informațional** au fost folosite datele furnizate de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României, Ministerele de Finanțe din ambele țări, Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova și Institutul Național de Statistică din România, bazele de

date și studiile organismelor financiare de mare prestigiu, precum: Banca Mondială, Fondul Monetar Internațional, Banca Centrală Europeană, Banca Reglementelor Internaționale.

Scopul și obiectivele tezei. **Scopul principal** constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice de evaluare (măsurare) a stabilității financiare la nivelul macroeconomic și a agenților economici agregați și analiza riscurilor ce rezultă din transmisiunea instabilității financiare prin intermediul interconexiunilor intersistemice din perspectiva modelului fluxului financiar, corelarea acestuia cu fluctuațiile ciclice ale economiilor naționale, cercetarea practicilor de redresare a economiilor naționale și ca urmare, formularea recomandărilor privind inducerea și consolidarea stabilității financiare.

Reieșind din oportunitățile și amenințările induse de stabilitatea financiară, am stabilit următoarele **obiective ale cercetării**:

- analiza lucrărilor științifice și a publicațiilor consacrate stabilității financiare și fluctuațiilor ciclice ale economiei;
- identificarea agenților economici și piețelor implicate și interconectate stabilității financiare;
- abordarea științifică, complexă, integrată și coordonată a aspectelor care formează conceptul de stabilitate financiară și precizarea acestuia;
- cercetarea metodologiilor de evaluare a stabilității financiare, cât teoretice, atât și recomandate de instituțiile financiare internaționale și utilizate în practica internațională în prezent;
- construirea seturilor de indicatori ai stabilității financiare și elaborarea metodologiilor de evaluare a stabilității financiare pentru toate grupele de agenți economici;
- urmărirea sincronizării ciclurilor de afaceri cu ciclurile financiare;
- identificarea factorilor determinanți ai instabilității financiare;
- examinarea indicatorilor ce caracterizează stabilitatea financiară în Republica Moldova, România și la nivelul zonei euro;
- construirea unui model de avertizare asupra riscurilor de instabilitate financiară;
- generalizarea experienței inducerii stabilității financiare în perioadele post-criză în practica internațională;
- identificarea factorilor cu efect consolidant asupra stabilității financiare;
- elaborarea recomandărilor privind perfecționarea și eficientizarea politicilor și strategiilor de consolidare a stabilității financiare a agenților economici, a sistemului financiar, și ca urmare și a stabilității financiare sistemice (la nivelul economiei naționale).

Metodologia de cercetare prin natura temei abordate este una deductivă, non-interacționară, elementele de analiză calitativă îmbinându-se cu cele de analiză cantitativă.

Într-o primă etapă a cercetării am efectuat o informare generală, printr-o cercetare primară fundamentală, realizată prin parcurgerea unei serii de documente științifice (studii și articole de specialitate, rapoarte ale instituțiilor financiare naționale și internaționale).

Ulterior am continuat cercetarea, efectuând o serie de analize empirice care au evidențiat modul în care stabilitatea financiară este afectată de activitatea pe care o desfășoară agenții economici agregați, subliniind felul în care aceștia contribuie la favorizarea stabilității financiare sistemice sau accentuarea vulnerabilităților la adresa ei, toate acestea fiind cercetate în concordanță cu evoluția ciclurilor de afaceri.

Ca și metode de prelucrare și analiză a datelor am utilizat atât analize calitative precum analiza comparativă, cât și analize cantitative precum sistematizarea, ajustarea și uniformizarea, metoda indicilor, analiza seriilor cronologice, corelația, regresia, precum și alte tehnici statistice.

Obiectul cercetării este reprezentat de agenții economici din Republica Moldova și România, grupați conform modelului economic cu cinci sectoare.

Direcțiile de soluționare a problemei de cercetare. Pentru atingerea obiectivelor enunțate se va analiza fenomenul stabilității financiare în întreaga sa complexitate, corelarea cu fluctuațiile ciclice ale economiei reale și vor fi întreprinse acțiuni privind elaborarea indicelui agregat al instabilității financiare bazate pe monitorizarea evoluției indicatorilor economici și financieri ai agenților economici, reieșind din particularitățile economiilor analizate, pe parcursul întregii cercetări urmărindu-se identificarea factorilor și măsurilor contributive la consolidarea stabilității financiare.

Noutatea științifică a rezultatelor obținute. Noutatea științifică a cercetării reprezintă tratamentul integrat al naturii, factorilor determinanți, efectelor induse de fenomenul stabilității financiare și identificarea căilor de consolidare a acestora în condițiile fluctuațiilor economice ciclice perpetue. Elementele de noutate ale cercetării se concretizează în următoarele:

1. Fundamentarea conceptului stabilității financiare sistemice și identificarea mix-ului de factori determinanți, cu reliefarea importanței calității interconexiunilor între elementele sistemului financiar și celelalte componente ale sistemului economic;
2. Construirea sistemelor de indicatori de estimare a stabilității financiare a grupelor de agenți economici conform modelului cu cinci sectoare ale sistemului economic, cu schițarea recomandărilor de inducere și consolidare a stabilității financiare;
3. Determinarea corelației dintre stabilitatea financiară sistemică și fluctuațiile ciclice ale economiei;

4. Elaborarea indicelui compozit al stabilității financiare sistemice și aplicarea lui la estimarea stabilității financiare în Republica Moldova și România;

5. Elaborarea modelului de regresie privind identificarea factorilor determinanți ai stabilității financiare sistemice și aplicarea acestuia la analiza stabilității financiare în România și Republica Moldova;

6. Determinarea relațiilor de corelație și interferență dintre nivelul concurenței, disciplina de piață, accesul financiar, incluziunea financiară și stabilitatea financiară, și cercetarea posibilităților de influențare a factorilor contributivi la stabilitatea financiară prin politici publice;

7. Elaborarea recomandărilor privind modificarea formularelor de raportare statistică pentru agenții economici firme nefinanciare, cu includerea unor indicatori de stabilitate financiară (performanță, eficiență și prudență) în vederea monitorizării și consolidării stabilității financiare la nivelul economiei naționale și a conștientizării importanței acesteia pentru fiecare agent economic individual, dar și a importanței contribuției acestora la stabilitatea financiară a întregii economii.

Valoarea teoretică a tezei rezidă din aspectele teoretice fundamentate privind stabilitatea financiară a agenților economici agregați, factorii determinanți, metodele de evaluare a stabilității financiare a fiecărui tip de agent economic în parte, ce pot fi utilizate în continuare la aprofundarea cercetărilor din domeniu, cât și în calitate de material didactic în cadrul unităților de curs predate în cadrul ciclului I, Licență și ciclului II, Masterat pentru studenții de la facultățile de Finanțe, Business, Statistică și Economie Generală.

Valoarea practică a tezei constă în:

- utilizarea de către organele administrative ale băncilor, ale companiilor nefinanciare, firme, administrația publică, menaje a seturilor de indicatori în scopul estimării stabilității financiare;

- utilizarea de către acționarii băncilor și companiilor, de către deponenți a setului de indicatori de evaluare a stabilității financiare, în vederea fundamentării deciziilor lor;

- posibilitatea utilizării unor aspecte ale cercetării de către organele de reglementare și supraveghere bancară, organele de reglementare și supraveghere financiară și ministerele de resort;

- sporirea nivelului de educație financiară și conștientizare a importanței menținerii stabilității financiare ca măsură anti-ciclică.

Aprobarea rezultatelor. Ideile principale și rezultatele obținute în cadrul studiului de doctorat au fost prezentate și discutate în cadrul conferințelor științifice naționale și internaționale și se concretizează în 3 articole științifice publicate în reviste și culegeri științifice

recenzate din Republica Moldova, 8 conferințe internaționale cu tematică aferentă domeniului economico-financiar, organizate în cadrul Academiei de Studii Economice din Moldova, Universității de Stat din Moldova, Universitatea Dimitrie Cantemir din București și alte universități din România, publicate în perioada anilor 2008-2016.

Conținutul tezei de doctorat a fost discutat și aprobat în ședințele catedrei ”Finanțe și Asigurări” din 26.08.2015 și a Seminarului științific de profil „Aspecte teoretice și practice ale domeniului financiar-bancar” din cadrul ASEM din 03.12.2015.

Publicații. Tezele principale ale lucrării și-au găsit reflectare în publicațiile științifice, fiind expuse în peste 15 publicații științifice, inclusiv 7 în reviste de specialitate, cu un volum de circa 11,9 c.a.

Implementarea rezultatelor. Rezultatele cercetărilor efectuate, concluziile și recomandările specificate în lucrare au fost recepționate și implementate de către Direcția infrastructură statistică din cadrul Biroului Național de Statistică a Republicii Moldova, BRD – Groupe Societe Generale SA, România, sucursala Calderon și Patronatul Întreprinderilor Private Mici și Mijlocii București, precum și în activitatea didactică din cadrul ASEM și Universității Dimitrie Cantemir din București.

Sumarul compartimentelor tezei. Scopul și sarcinile investigației au condiționat structura tezei, după cum urmează: introducere, patru capitole, concluzii și recomandări generale, bibliografie și anexe.

În Introducere se justifică tema selectată pentru cercetare: se descrie actualitatea și importanța problemei abordate, sunt determinate scopul și obiectivele tezei, este menționată noutatea științifică a rezultatelor obținute și valoarea aplicativă a lucrării, aprobarea rezultatelor și sumarul compartimentelor tezei.

În capitolul 1 *„Abordări contemporane ale stabilității financiare a agenților economici în contextul prociclicității sistemelor economice”* sunt identificați agenții economici și piețele implicate și interconectate stabilității financiare, sunt cercetate teoretizări asupra conceptului de stabilitate financiară, fiind analizate și prezentate o serie de lucrări științifice și publicații naționale și internaționale. Primul capitol conține, de asemenea, repere conceptuale ale fenomenului ciclicității în cadrul sistemelor economice.

Capitolul 2 *„Elaborarea metodologiei de evaluare a stabilității financiare a agenților economici”* urmărește dezvoltarea conceptului de stabilitate financiară a agenților economici, descrie tabloul interacțiunii componentelor stabilității economice la nivelul economiei naționale, precizează și îmbunătățește metodologiile de evaluare a stabilității financiare a agenților

economici și prezintă analiza indicatorilor ce caracterizează stabilitatea financiară a agenților economici din Republica Moldova și România.

În capitolul 3 **„Impactul crizelor economice asupra stabilității financiare a agenților economici”** - este realizată o sinteză succintă a metodologiilor de evaluare a stabilității financiare, se analizează indicatorii ciclurilor economice și financiare în Republica Moldova și România și este realizată evaluarea stabilității financiare sistemice în România și prognoza acesteia pe termen scurt.

În capitolul 4 **„Raționalizarea direcțiilor și măsurilor de consolidare a stabilității financiare a agenților economici”** pornind de la analiza retrospectivă a reformelor politicilor regulatorii și măsurilor orientate spre relansarea economică și menținerea stabilității financiare sistemice în perioada post-criză întreprinse de cele mai mari economii din lume, Statele Unite ale Americii și Uniunea Europeană, și identificând factorii cu impact consolidant asupra stabilității financiare, se propune un set de măsuri pentru inducerea stabilității financiare.

Capitolul continuă cu analiza măsurilor, proceselor și politicilor cu efect consolidant asupra stabilității financiare precum concurența, disciplina de piață, incluziunea financiară și educația financiară a populației.

Compartimentul **„Concluzii generale și recomandări”** cuprinde concluziile tematice efectuate pe parcursul cercetării, precum și formularea concluziei generale, sunt descrise rezultatele de bază ale cercetărilor efectuate și sunt înaintate recomandările referitoare la măsurile de consolidare a stabilității financiare.

Problema științifică importantă soluționată constă în fundamentarea stabilității financiare ca fenomen complex prin determinarea contribuției tuturor agenților economici instituționali, bazat pe aplicarea unui sistem de indicatori financiari și elucidarea măsurilor de inducere și consolidare a stabilității financiare sistemice.

Concluzia generalizată a tezei se bazează pe *schimbarea perspectivei de abordare a problemei stabilității financiare, de la cea în care banca centrală este privită drept un factotum¹, către una în care stabilitatea financiară este un fenomen plurilateral ce reclamă contributivitatea tuturor agenților economici.*

¹ După DEX: Factotum, factotum, s. m. (Livr.) Persoană care (într-o instituție, într-o organizație etc.) inițiază, hotărăște și rezolvă (aproape) toate problemele care se ivesc. Din fr. factotum, lat. fac totum.

1. ABORDĂRI CONTEMPORANE A STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI ÎN CONTEXTUL PROCICLICITĂȚII SISTEMELOR ECONOMICE

1.1. Elemente definitorii ale agenților economici și piețelor interconectate stabilității financiare

Profesorul Gregory Mankiw de la Universitatea din Harvard în cartea sa „Principles of Economics” spune că similar învățării oricărei alte științe, perceperea și învățarea economiei presupune utilizarea de modele [153].

Doar că spre deosebire de modelele din plastic ale corpului uman utilizate de profesorii de anatomie, modelele economice sunt compuse din diagrame și ecuații. Toate modelele însă omit unele detalii și în mod normal nimeni nu ar confunda vre-un model cu o persoană reală sau cu economia reală.

Economia este formată din milioane de oameni implicați în multiple activități de cumpărare, vânzare, muncă, producere, consum, inovare ș.a [153].

Termenul de „agent economic” în cel mai larg sens al său este folosit în literatura economică sinonim cu termenul de „subiect economic”, având sensul de participant la viața economică. Agenții economici sunt subiecții economici implicați în producția, distribuția, schimbul și consumul de bunuri economice.

În modul cel mai generalizat cunoscut, economia de piață se compune din agenți economici și piețe.

Modelul circuitului economic, sau modelul fluxului circular al veniturilor (the circular flow model or circular flow) prezintă economia ca un sistem compus din câteva elemente și vizualizează, într-o modalitate simplificată, interdependențele valorice dintre principalele subsisteme (agenții economici și piețele) [1].

Esența fluxului economic se bazează pe imaginea unui circuit închis în care mărimile intrate sunt egale cu mărimile ieșite. Se face abstracție de modificare a stocurilor în perioada economică analizată.

Ideea fluxului circular a fost prezentă pentru prima dată în lucrările lui Richard Cantillon. François Quesnay a dezvoltat conceptul, prezentându-l în „Tabloul Economic”. Karl Marx și John Maynard Keynes au adus importante completări acestui model [199].

Richard Stone, asistentul lui Keynes a dezvoltat în continuare conceptul pentru Organizația Națiunilor Unite (ONU) și Organizația pentru Cooperare Economică și Dezvoltare și a elaborat sistemul care este utilizat pe plan internațional până în prezent.

Viziunea asupra șirului de activități economice este unică, definind etapele modelului circular:

$$\text{Producție} \rightarrow \text{Schimb} \rightarrow \text{Venit} \rightarrow \text{Consum} \rightarrow \text{Producție} \quad (1.1)$$

Spre deosebire de întreg spectrul de activități economice, pornind de la producere, distribuire, schimb și consum, modelul circular se referă în special la tranzacțiile bilaterale, care sunt marcate de fluxuri în sens contrar. Fiecărei tranzacții bilaterale îi corespund două categorii de fluxuri:

- fluxuri reale - de bunuri și servicii;
- fluxuri monetare - vin în direcția opusă.

Cercetarea literaturii de specialitate denotă dezvoltarea în timp a modelului fluxului circular al venitului pornind de la modelul cu două sectoare, la modelul cu trei sectoare, apoi modelul cu patru sectoare, în prezent utilizându-se modelul cu cinci sectoare (fig. 1.1)

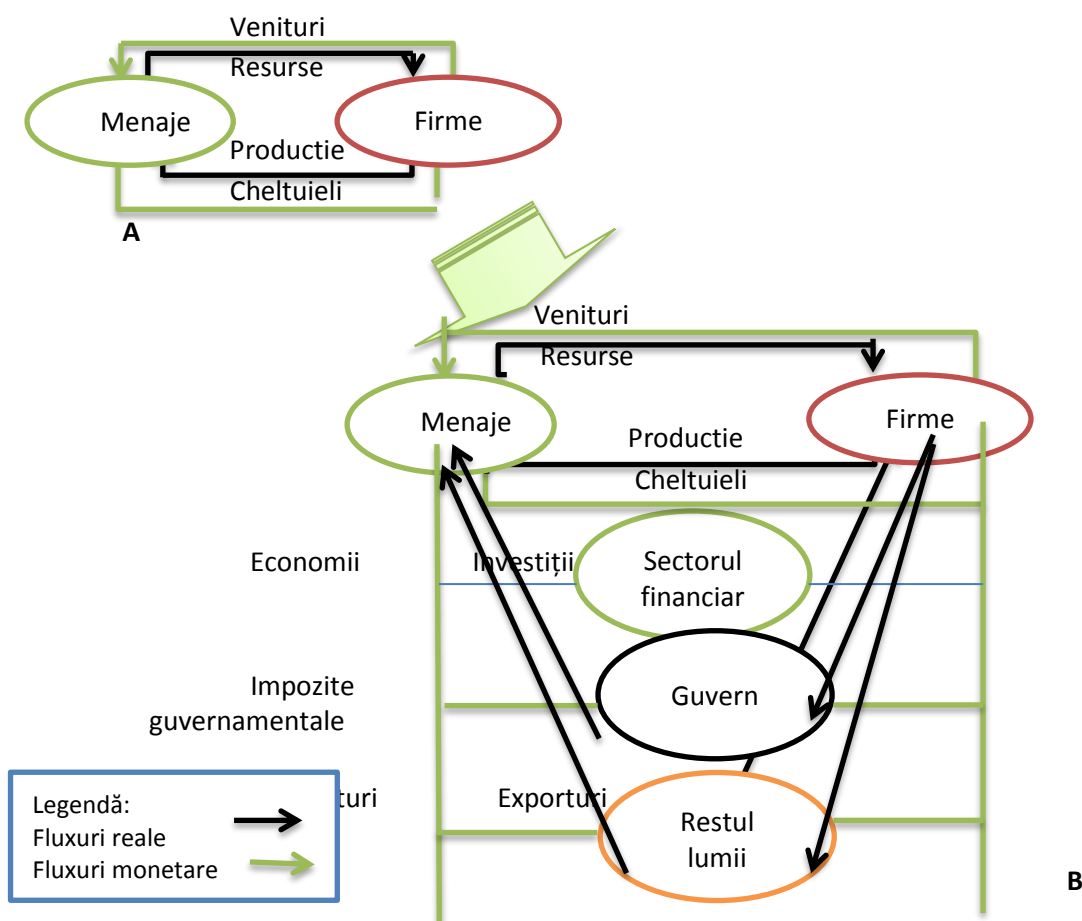


Fig. 1.1. Retrospectiva modelelor fluxului circular al veniturilor

A. Modelul fluxului circular al venitului cu două sectoare;

B. Modelul fluxului circular al venitului cu cinci sectoare.

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate în subcapitol.

În modelul cu cinci sectoare sistemul economic prezintă interacțiunea valorică dintre următoarele cinci sectoare:

1. **gospodăriile casnice sau menajele (AE-1),**
2. **firmele producătoare (AE-2),**
3. **sectorul guvernamental (AE-3),**
4. **sectorul financiar (AE-4),**
5. **sectorul extern / restul lumii (AE-5).**

Gospodăriile sau menajele (households) prezintă agentul economic, scopul activității economice fiind maximizarea utilității. [199]

Gospodăriile sunt :

- *proprietarii* resurselor economice (muncă, pământ, capital și aptitudini antreprenoriale). Vândând resursele economice, gospodăriile încasează venituri, cea mai mare parte a acestora fiind cheltuită pentru consum (cheltuieli de consum), iar partea rămasă o economisesc. Prin urmare, menajele joacă rolul de::

- cumpărători ai *mărfurilor și serviciilor*;
- principalii agenți care *economisesc*, fiind, în esență principalii *creditori (lenders)*, asigurând oferta de resurse de credit (loanable funds) în economie, prin intermediul sistemului financiar, al intermediarilor și a piețelor financiare.

Firmele (Business Firms) sunt grupul de agenți economici care acționează rațional, scopul activității economice fiind maximizarea profitului. [199] Firmele sunt:

- principalii *producători ai mărfurilor și serviciilor* din economie;
- *cumpărătorii resurselor economice*, cu ajutorul cărora se realizează procesul de producere.

Pentru lărgirea producerii, asigurarea creșterii stocului de capital și recuperarea uzurii capitalului firmei sunt necesare produse investiționale (în primul rând utilaje), prin urmare ele sunt:

- *cumpărători ai produselor investiționale*, adică formează cererea pentru o parte din mărfurile produse în economie.

Deoarece veniturile din vânzări sunt achitate de menaje sub formă de plăți pentru utilizarea factorilor de producție, pentru finanțarea cheltuielilor investiționale firmele utilizează, ca regulă, resursele împrumutate, jucând rolul de:

- *principalii împrumutători (borrowers)* în economie, formând cererea la resursele de credit.

Menajele și firmele formează *sectorul privat* al economiei.

Sectorul financiar (Financial Sector), care include băncile și intermediarii non-bancari care atrag împrumuturi (economii gospodăriilor, în cea mai mare parte) și împrumută bani celorlalte sectoare, în acest mod urmărind îndeplinirea funcției sale primordiale – de a aloca eficient resursele financiare în economie, legat de aceasta rezultă și îndeplinirea funcției de a identifica și gestiona eficient riscurile, și suplimentar îndeplinește funcția de efectuare a decontărilor și plăților [199].

Spre deosebire de firmele nefinanciare, instituțiile financiare, inclusiv băncile au în plus încă o dimensiune relevantă în afară de eficiență: riscul.

Băncile, ca ex., sunt predispuse la asumarea de riscuri, ca urmare a:

- efectului de levier ridicat;
- disciplinei de piață limitate;
- capacității de creștere rapidă și opacă a riscului activelor prin schimbarea strategiei de investiții.

Este important să precizăm că băncile pătrund într-un mod foarte organic în mecanismul activității economice, interacționează cu politica de prețuri și venituri, procesul bugetar, condițiile comerțului exterior ș.a.

Statul (Government) este agentul macroeconomic rațional, care prezintă totalitatea instituțiilor de stat și organizațiilor care dețin dreptul politic și juridic de intervenție asupra desfășurării proceselor economice, de reglare a economiei[199]. Olul de bază al statului în economia de piață constă în *eliminarea eșecurilor pieței (market failures)* și *maximizarea bunăstării sociale (social welfare)*.

Statul joacă rolul de:

- *producător de bunuri publice*;
- *cumpărător de mărfuri și servicii*, care sunt necesare pentru funcționarea sectorului de stat;
- *redistribuitoare de venit național* (prin intermediul sistemului de impozite și transferuri);
- *creditor sau împrumutător pe piața financiară* (în funcție de starea bugetului de stat);
- *”regulator” și organizator* al funcționării economiei de piață.

În primul rând, creând și asigurând *bazele instituționale* ale dezvoltării efective a economiei (baza legislativă, sistemul de securitate, sistemul fiscal ș.a.), anume elaborând „regulile jocului”.

În al doilea rând, promovând politica macroeconomică, care se împarte în structurală, orientată spre asigurarea creșterii economice, și conjuncturală („stabilizațională”), orientată spre

netezirea variațiilor ciclice ale economiei (asigurarea ocupării totale a resurselor și nivelului stabil al prețurilor). Principalele tipuri de politici macroeconomice sunt:

- politica fiscală;
- politica monetară;
- politica comerțului extern;
- politica veniturilor (politica „salariu-prețuri”) [194].

Sectorul privat și sectorul de stat formează *economia închisă*.

Sectorul extern (Foreign Sector), denumit în unele surse economice **restul lumii** este agentul economic rațional agregat, care cuprinde restul țărilor lumii cu care statul analizat interacționează prin intermediul:

- *comerțului extern*, anume cumpărarea și vânzarea de mărfuri și servicii (exportul și importul de mărfuri și servicii);
- *mișcarea capitalurilor*, anume cumpărarea și vânzarea de active financiare – hârtii de valoare (exportul și importul de capital).

Adăugarea sectorului extern în cadrul modelelor formează *economia deschisă*.

Modelul cu cinci sectoare al fluxului circular de venit este o reprezentare mai realistă a economiei.

În știința economică se consideră că **agentul economic reprezintă un actor și un decident** în cadrul unui model analizat, care ca regulă reprezintă o simulare a activităților economice reale.

Din punct de vedere microeconomic, agenții economici sunt analizați în primul rând în postura lor de decidenți, în sensul deplin al acestui cuvânt – ca persoane care dețin puterea de decizie.

Respectiv, fiecare agent economic ia decizii de rezolvare a problemelor de alegere și de optimizare, definite bine sau insuficient, în condiții de informare deplină, insuficientă sau chiar de lipsă de informații necesare.

Trăsătura distinctivă esențială a agenților economici o reprezintă adoptarea și punerea în aplicare a propriilor decizii în sfera de activitate economică [194].

Agenții economici pot fi priviți ca agenți economici elementari și agenți economici agregați.

Agenții economici cu comportament, funcții și motivații similare, proveniență a resurselor de același tip, formează un sector instituțional.

Agregarea agenților economici se poate realiza după ramura de activitate, după forma de organizare, după funcțiile economice îndeplinite sau după criteriul instituțional.

Conform ultimului criteriu agenții economici se grupează în mai multe sectoare instituționale (fig. 1.2), funcțiile economice și motivațiile activității acestora sunt prezentate în anexa 1.

Agenții economici pot fi grupați și în funcție de alte criterii, ca ex. în funcție de tranzacțiile economice efectuate agenții economici participanți la orice piață se pot împărți în cumpărători și vânzători (această clasificare este utilizată în modelele de echilibru parțial pe o piață unică).

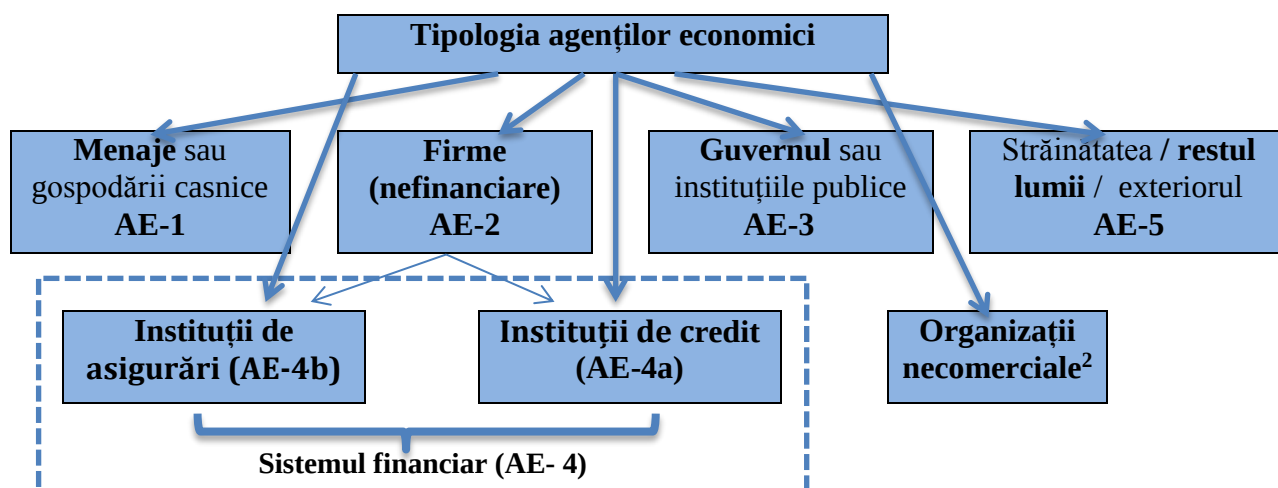


Fig. 1.2. Principalele grupe de agenți economici după sectoare instituționale și rol în circuitul economic

Sursa: compilat de autor.

Fiecare dintre acești agenți joacă mai multe roluri în economie concomitent: gospodăriile, de exemplu, acționează în calitate de consumatori finali, dar și în calitate de lucrători, sau ca beneficiari ai indemnizațiilor de la guvern.

După părerea autorului definiția completă și concisă pentru conceptul economic, esențial pentru lucrarea de față, trebuie prezentată în modul următor: **Agentul economic reprezintă o persoană sau un grup de persoane, fizice și/sau juridice, care participă la viața economică având comportament analog, dețin capacitatea și dreptul deplin de a adopta decizii și de a acționa urmând propriul interes (de sporire a utilității/ maximizare a profiturilor/ maximizare a utilității), având funcții și motivații bine determinate și proveniență a resurselor de același tip.**

Prin modificarea legilor, a regulilor, a impozitelor și a cheltuielilor, prin participarea la piețele bunurilor și financiară, puterea publică caută să influențeze alegerile (deciziile) firmelor și gospodăriilor.

²În cercetarea de față Agentul economic agregat – Organizațiile Necomerciale nu este examinat în mod egal cu restul grupelor de agenți menționați din două motive: (1) ca regulă acestea nu înregistrează deficite sau excedente bugetare așa cum cheltuie doar în limita finanțărilor nerambursabile obținute (granturi, cotizații ale membrilor) și activitățile lor nu au scop de obținere a profiturilor și (2) cercetarea științifică presupune abstractizare științifică, mai ales pentru factorii cu impact nesemnificativ.

După precizarea rolului fiecărui tip de agent economic, autorul ține să menționeze că *abordarea în cadrul prezentei cercetări din perspectiva modelului fluxului circular derivă din interdependența dintre activitatea unui agent economic asupra altora*: dacă scade consumul gospodăriilor casnice, aceasta va conduce la reducerea cheltuielilor de consum și a cererii pentru vânzările firmelor, ceea ce de facto restricționează volumul producției și al venitului la nivel național, concomitent reduce capacitatea firmelor de a rambursa creditele, influențând stabilitatea financiară a băncilor creditoare etc.

În sensul larg, sistemul economic este un sistem de producție și schimb de bunuri și servicii, precum și de alocare a resurselor într-o societate.

În modele macroeconomice, mai ales în cele dinamice, stochastice și de echilibru general, agenții economici mai pot fi clasificați și în funcție de diverse alte criterii: bănci centrale, regulatori ș.a.

În funcție de combinațiile între diferite instituții, agenți, entități (sau chiar sectoare) și consumatori, care cuprind structura economică a unei comunități date, deosebim diferite tipuri de sisteme economice. Din punctul de vedere descris, un concept înrudit cu sistemul economic este modul de producție.

Cercetarea sistemelor economice cuprinde modul în care acești diferiți agenți și instituții sunt legați unul de altul, modalitatea de schimb a informațiilor între ei, și relațiile sociale existente în cadrul sistemului (inclusiv drepturile de proprietate și structura de management).

Dacă să ne referim la economie în general, atunci definirea acesteia ar include trei etape și totodată trei puncte de vedere: Adam Smith și economia averii (1776) [84], Alfred Marshall și economia bunăstării (1890) [154] și Lionel Robbins și economia rarității resurselor (1947)[176] .

În esența sa *economia este un sistem dinamic*. Economia funcționează, „se mișcă” continuu. *Economia are și o "viteză" a sa*: gospodăriile consumă, firmele produc - ne mișcăm continuu spre viitor. Dar ca și orice biciclist pe bicicletă, economia "balansează" din când în când [152].

Desigur în funcționarea acestui sistem complex (sistemul economic) ***rolul determinant îl au agenții economici***.

În economia clasică și teoria jocurilor, în majoritatea cazurilor se presupune că actorii, oamenii și firmele sunt raționali.

Modelul de comportament economic tradițional al agenților raționali se bazează pe următoarele ipoteze: (1) agenții economici sunt presupuși a fi perfect raționali; (2) se presupune că agenții înțeleg perfect riscul și incertitudinea și (3) se presupune că agenții sunt „auto-interesați”.

În realitate, oamenii prezintă o serie de devieri de la modelul de luare a deciziilor de către „agentul rațional”. Cu toate acestea, măsura în care oamenii și firmele se comportă rațional pot fi supuse dezbaterii.

Economiștii adesea aplică modele ale teoriei alegerii raționale (Rational Choice Theory) și raționalitatea limitată pentru a formaliza și prezice comportamentul indivizilor și al firmelor. Însă și agenții raționali uneori se comportă în moduri care sunt contra-intuitive pentru mulți oameni.

Probabil cel mai izbitor fapt ce reiese din deciziile luate de gospodării, firme și guvern este că acestea sunt conflictuale. Astfel apare problema de punere în concordanță a deciziilor luate de gospodării, firme și guvern, deoarece gospodăriile pot oferi un tip de muncă iar firmele să ceară alt tip, respectiv firmele pot oferi anumite bunuri și servicii, iar gospodăriile să ceară altele. Rolul coordonării acestor decizii este asumat de piețe. Piețele coordonează deciziile procesului de ajustare (modificare) a prețurilor. Deciziile de producție și consum, de vânzare și cumpărare sunt ajustate în mod continuu și echilibrate prin intermediul modificării prețurilor [92].

În teorie se disting următoarele **trei piețe principale: piața resurselor, piața mărfurilor și piața financiară**[152] .

Un mare impact asupra comportamentului îl are contextul în care se activează și informațiile privind comportamentul altor agenți. Unul dintre exemplele referitoare la impactul comportamentului altor agenți pe piață și imitarea în masă a lui, se referă la formarea bulelor speculative. Analizând procesul de formare a bulelor speculative, comportamentul agenților după părerea savanților ar parcurge 4 faze – faza prudentă, faza de conștientizare, faza de obsesie/manie, faza de degajare [187]. La fiecare dintre aceste faze, urmare a impactului comportamentului altor agenți, se ajunge la un comportament nerațional și apariția mai multor indivizi, gata să urmeze orbește "gloata".

În modelele din economia tradițională, precum și în cercetarea de față, agenții sunt „obiecte de calcul modelate în procesul interacționării în conformitate cu propriile interese, propriile cunoștințe și valori, cu normele legale și în funcție de condițiile concrete de mediu în fiecare moment de timp și spațiu”.

Scopul modelelor este de a prezenta comportamentul și interacțiunile sociale bazate pe stimulente și informații prevăzute [153].

Pentru ca modelul fluxului circular să fie cât mai aproape de realitate, în analiză trebuie incluse și scurgerile și injecțiile de fluxuri financiare (*leakage and injection*) [126].

În modelul cu cinci sectoare există scurgeri și injecții de fluxuri financiare, care se referă la toate cele cinci sectoare.

Scurgerile reprezintă retrageri de fluxuri. Ca ex. când menajele și firmele economisesc o parte din veniturile lor, acestea constituie scurgeri, îmbracă forma economiilor și importurilor.

Scurgerile reduc fluxul de venituri.

*Injectiile reprezintă introducerea de venituri în fluxuri. Atunci când firmele se împrumută, acestea constituie injectii. **Injectiile cresc fluxul de venituri.** Injectiile pot lua formele de investiții, cheltuieli guvernamentale și exporturi.*

Atâta timp cât scurgerile sunt egale cu injectiile circuitul economic continuă indefinit.

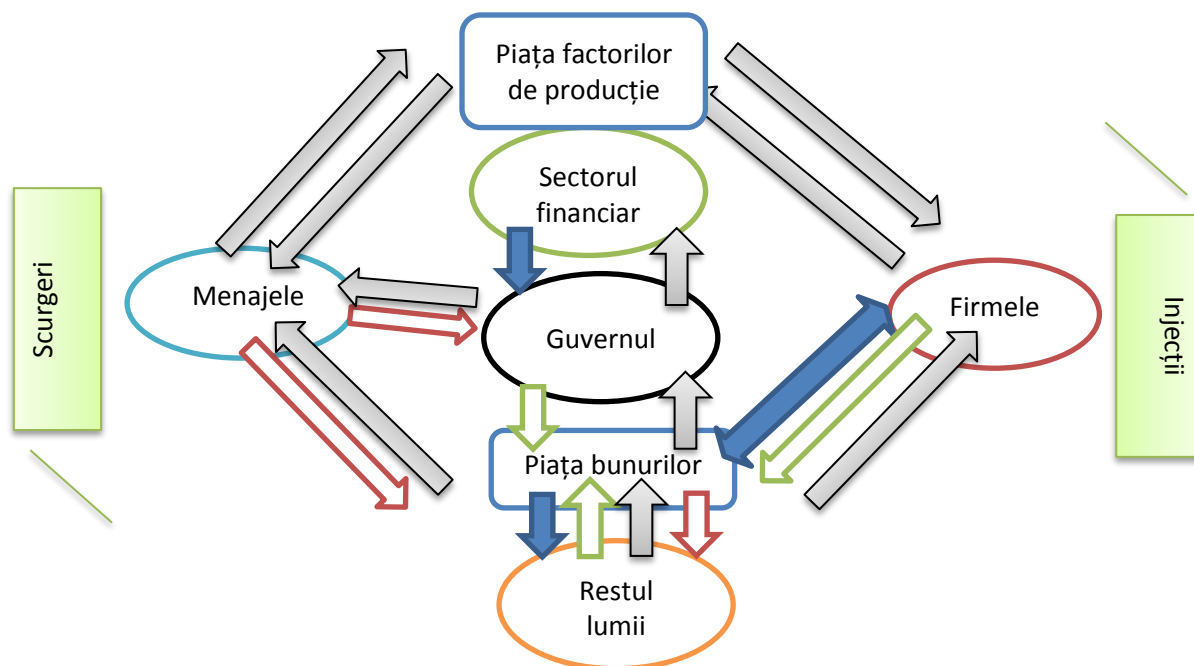


Fig. 1.3. Modelul fluxului circular al venitului ținând cont de scurgerile și injectiile de fluxuri financiare din sistem

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate în subcapitol.

Economiile menajelor reprezintă scurgeri, deoarece banii economisiți și păstrați în afara sistemului financiar nu circulă în economie și, prin urmare, constituie un activ inactiv, însemnând că nu toate fluxurile de ieșire vor fi achiziționate. Din perspectiva scurgerilor, produsele de economisire ale instituțiilor financiare reprezintă o opțiune de a prelua scurgerile și a le reintroduce în circuit.

Scurgerile către sectorul guvernamental se realizează prin colectarea de venituri prin intermediul taxelor, care sunt furnizate guvernului de către gospodării și firme. Acestea reprezintă o scurgere din venitul curent al acestora, reducând astfel cheltuielile pentru bunuri și servicii curente. Injectiile furnizate de sectorul guvernamental sunt cheltuielile publice, oferirea de servicii colective și plăți de subvenții și asistență pentru bunăstare.

Principalele scurgeri din sectorul extern sunt importurile, care reprezintă cheltuielile rezidenților în restul lumii. Injecția oferită de sectorul extern se referă la exporturile de bunuri și servicii, care generează venituri pentru exportatori de la rezidenții din străinătate.

Urmare a discuțiilor și polemicilor apărute pe parcursul etapelor preliminare de susținere a tezei referitoare la **conceptul de agent economic**, aducem câteva **precizări juridice ale** acestuia. În legislația Republicii Moldova noțiunea de agent economic are semnificație mult mai restrânsă decât cea tratată în literatura economică (inclusiv sursele citate mai sus).

În Codul Fiscal al Republicii Moldova, titlul I, art. 5, care definește noțiunile ce se aplică în scopul impozitării, la punctul 13 „*Agentul economic este orice persoană ce desfășoară activitate de întreprinzător*”. Iar potrivit art. 5 pct.16) din același cod, „*Activitate de întreprinzător, afacere (business) este orice activitate conform legislației, cu excepția muncii efectuate în baza contractului (acordului) de muncă, desfășurată de către o persoană, având drept scop obținerea venitului, sau, în urma desfășurării căreia, indiferent de scopul activității, se obține venit.*”[27]

Conform articolului 1 din Legea cu privire la antreprenoriat și întreprinderi „*Antreprenoriatul este activitatea de fabricare a producției, executare a lucrărilor și prestare a serviciilor, desfășurată de cetățeni și de asociațiile acestora în mod independent, din proprie inițiativă, în numele lor, pe riscul propriu și sub răspunderea lor patrimonială cu scopul de a-și asigura o sursă permanentă de venituri.*”[50] Conform art.3, p. 1 din aceeași lege „Forma organizatorico-juridică a activității de antreprenoriat este întreprinderea”, iar la punctul 2 se precizează „Întreprinderea constituie un agent economic cu firmă (titlatură) proprie înființată de antreprenor în modul stabilit de legislație.” [50]

Prin urmare, antreprenorii desfășoară activități economice exclusiv în scopul obținerii de venituri, dintre aceștia doar cei care se înregistrează conform prevederii legislației sunt întreprinderi. Deci, am putea deduce că întreprinderile cuprind doar o parte din toți agenții economici și anume agenții economici care își înființează firme în modul stabilit de legislație.

Concluzia generalizată ce reiese din analiza *comparativă a conceptului de agent economic în sensul analizat în literatura economică* – de subiecți ai relațiilor economice, care iau parte la producerea, distribuirea, schimbul și consumul de bunuri economice, și cea din *legislația Republicii Moldova*, în care conceptul de agent economic se utilizează într-un sens mult mai îngust, este că în legislație termenul de agent economic este folosit exclusiv în scop de reglementare și supraveghere a activității acestora, referindu-se în majoritate la partea de agenți economici care întreprind activități cu scop de obținere a profiturilor.

În lucrarea de față, fiind una științifică, vom opera cu conceptul de agent economic abordat în literatura economică științifică.

*Din implicarea agenților economici în activitățile economice rezultă în anumite perioade excedente sau deficite de venituri. Anume în aceste împrejurări apare **necesitatea activității instituțiilor financiare, al căror rol este de a servi punte de legătură de mare încredere între agenții economici ce se confruntă cu deficite sau excedente temporare de fonduri financiare.***

Indiscutabil primele instituții financiare au fost băncile, apoi au apărut companiile de asigurări, ca deja de mai multe secole să vorbim despre instituții responsabile de intermedierea financiară, care în totalitatea lor formează sistemul financiar.

Reieșind din analiza complexă a activităților economice prin prisma modelului circuitului economic general și a funcțiilor sistemului financiar, rezultă că sistemul financiar reprezintă o componentă esențială a sistemului economic, ca regulă nivelul dezvoltării acestuia corelează pozitiv cu dezvoltarea economică din țară, iar contribuția sistemului financiar la sporirea ritmului activităților economice este incontestabilă.

Prin urmare, stabilitatea sistemului financiar reprezintă una dintre principalele condiții de mediu a bunei funcționări a economiei, așa cum, în cadrul economiilor moderne toate tipurile de agenți economici sunt interconectați sistemului financiar și ca urmare implicați, influențați și responsabili de stabilitatea financiară.

1.2. Teoretizări asupra conceptului de stabilitate financiară

În ciuda faptului că pentru cuvintele cheie ”stabilitatea financiară” Google ne propune peste 23 milioane de surse în limba engleză, peste 1,2 milioane surse în limba rusă, și peste 250 mii surse în limba română, până în prezent nu avem o definiție larg acceptată a stabilității financiare.

Primele utilizări ale conceptului de stabilitate financiară se atestă în anul 1992 în lucrările lui Hyman Minsky și în anul 1994 când Banca Angliei și-a adăugat stabilitatea financiară la obiectivele sale. În deceniul următor obiectivul de stabilitate financiară a fost asumat de către majoritatea băncilor centrale ale statelor lumii.

Definirea unui concept, care este în același timp și subiect al unei politici publice, este un subiect de mare importanță, așa cum corectitudinea și precizia definirii „obiectului” oricărei politici influențează succesul acesteia.

Cert este că, conceptul de stabilitate financiară, se află în relație de interacțiune și, ca regulă, de subordonare conceptului de stabilitate economică, iar stabilitatea economică este definită în raport cu trendul creșterii economice (tab. 1.1).

Tabelul 1.1

Analiza comparativă a conceptelor de stabilitate economică și financiară

Stabilitate economică	versus	Stabilitate financiară
este caracterizată de absența fluctuațiilor excesive din cadrul ratei de creștere economică, a nivelului șomajului și a prețurilor . [90] O economie cu o creștere economică suficient de constantă și inflație scăzută și stabilă ar fi considerată stabilă din punct de vedere economic. O economie cu recesiuni mari și frecvente, cicluri de afaceri pronunțate, inflație foarte ridicată sau variabilă, sau crize financiare frecvente ar fi considerată instabilă din punct de vedere economic.		descrie în linii mari starea de echilibru în care sistemul financiar își îndeplinește eficient funcțiile sale economice-cheie , cum ar fi capacitatea să aloce eficient resursele economice (atât spațial, cât mai ales intertemporal), să evalueze, măsoare, aloce și administreze riscurile financiare [159].
Criteriile fundamentale țintite		
Lipsa de fluctuații excesive de la linia de trend a creșterii economice		Echilibru în serviciul eficienței

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate.

Subordonarea reiese din rolul primordial (funcțiile) care îl îndeplinește sistemul financiar în cadrul sistemelor economice:

- canalizarea fondurilor excedentare de la creditori (întreprinderi sau persoane fizice care vor să își investească banii) la debitori (respectiv cei care au nevoie de capital), în mod direct;
- intermedierea financiară, asigurată de intermediarii financiari (precum băncile și societățile de asigurări), care, în mod indirect, reunesc creditorii și debitorii (cu toate că debitorii pot obține fonduri și în mod direct de pe piețele financiare prin emiterea de titluri de valoare, precum acțiunile sau obligațiunile);
- oferirea infrastructurii financiare, care permite transferul plăților, precum și tranzacționarea, compensarea și decontarea titlurilor de valoare;
- alocarea și administrarea riscurilor [60].

Sistemul financiar are o structură complexă. În abordarea generalizată acesta se compune din următoarele elemente: *piețele financiare, instituțiile (intermediarii) financiare, infrastructura financiară*, care permite transferul plăților, precum și tranzacționarea, compensarea și decontarea titlurilor de valoare, dar include și *sistemul de drept financiar* [29].

Prin urmare, stabilitatea financiară cuprinde și se referă la toate componentele sistemului financiar. Iar perturbarea oricărui dintre aceste elemente pune în pericol stabilitatea financiară în general.

După cum a demonstrat criza financiară recentă, stabilitatea financiară joacă un rol esențial în ceea ce privește sistemul financiar și economia pe ansamblu.

În anii 1980 reglementarea directă a piețelor de credit și a fluxurilor de capital a fost eliminată în multe țări, ceea ce a facilitat expansiunea sistemului financiar într-un ritm mai alert decât alte sectoare ale economiei. Instrumentele financiare au devenit mai complexe, activitățile practicate de instituțiile financiare tot mai diversificate, iar riscurile mai variabile. De asemenea, ca urmare a gradului ridicat de integrare transindustrială și transfrontalieră, interrelaționarea sistemelor financiare s-a accentuat atât pe plan național, cât și pe plan internațional [30].

În plus, datorită accentuării fenomenului de globalizare, în ultimii ani temerile privind contaminarea sistemelor financiare naționale ca urmare a declanșării unor crize în alte sisteme devin tot mai acute.

Răspunsul comunității internaționale la aceste probleme s-a concretizat în crearea unor foruri de consultare, reunind reprezentanți ai actorilor pieței și autorităților de supraveghere, care au scop pe de o parte să creeze recomandări privind perfecționarea reglementărilor, care să înglobeze cele mai bune practici de identificare, măsurare și gestiune a riscurilor, iar pe de altă parte să asigure transpunerea și implementarea acestor reglementări în diferite jurisdicții.

Stabilitatea financiară a devenit un obiectiv din ce în ce mai important al procesului decizional economic din ultimele decenii.

În literatura de specialitate și practica modernă există două abordări ale definirii conceptului de stabilitate financiară:

I. Stabilitatea financiară este definită ca absența de instabilitate financiară, reprezentând deci fenomenul opus;

II. Stabilitatea financiară se definește în mod concret, fără a recurge la conceptul de "instabilitate financiară"[60] [198].

Sinteza celor mai recunoscute lucrări tangențiale obiectivelor prezentei cercetări consacrate definirii conceptului de stabilitate financiară este prezentată în anexa 2.

În mod evident, între prima și a doua abordare a definiției stabilității financiare există atât asemănări, cât și diferențe semnificative, însă în cel mai categoric mod, ambele analizează stabilitatea financiară (instabilitatea) în contextul *impactului acesteia asupra economiei reale*[61].

Adepții primei abordări asociază conceptul de "instabilitate financiară" cu riscurile de scădere sau deteriorare a performanței sectorului real al economiei, sau deteriorarea deja a avut loc, care rezultă din unul sau mai multe elemente ale sistemului financiar, în special de pe piețele financiare și din sectorul financiar-bancar, volatilității excesive de pe piețele financiare, și/sau incapacitatea băncilor și altor instituții financiare de a rambursa angajamentele lor la timp și în întregime.

Reprezentanții celei de-a doua abordări leagă conceptul de "stabilitate financiară" a sistemului financiar, cu capacitatea acestuia de a-și îndeplini în mod eficient funcțiile sale și asigură starea în care mecanismele economice de formare și distribuire a fondurilor financiare, a prețurilor acestora și a prețurilor activelor financiare, (și mecanismele) de evaluare, divizare și gestionare a riscurilor financiare funcționează suficient de bine pentru a contribui la creșterea performanței economice [61].

O importanță notorie în cadrul primei abordări o are „*Ipoteza instabilității financiare*” (formulată verbal în anul 1974) dezvoltată de economistul post-keynesist *Hyman Philip Minsky*. El a susținut că în capitalism crizele financiare sunt endemice, deoarece perioadele de prosperitate economică încurajează în mod progresiv debitorii și creditorii să fie imprudenți. Excesul de optimism (încurajat inclusiv și de evaluarea tot mai optimistă a valorii activelor și a veniturilor asociate în context de creștere economică) al acestora creează bule financiare și prăbușiri mai târziu. Prin urmare, capitalismului îi este proprie deplasarea de la perioade de stabilitate financiară la instabilitate. Fenomenul descris reprezintă un tip de eșec al pieței și are nevoie de reglementări guvernamentale [158].

Zeci de ani, până la criza creditelor ipotecare din 2008, în mare parte teoriile economice ale lui Minsky au fost ignorate: anii 1990 când se discuta despre „moartea ciclului economic” și anii 2000 cu discuții axate pe „Marea moderație”. Criza din 2008 însă a oferit teoriilor lui Minsky credibilitatea restantă.

Minsky a susținut că mecanismul-cheie care împinge o economie spre o criză este acumularea unei datorii de către sectorul neguvernamental. El a identificat trei tipuri de debitori care contribuie la acumularea datoriilor în faliment: debitori tradiționali, debitori speculativi, și debitori Ponzi. Ceea ce de fapt denotă existența a trei tipuri de relații venit-datorie pentru agenții economici: tradiționale, speculative și Ponzi. [158]

În primul caz, agenții economici își pot onora obligațiile contractuale de plată prin cash-flowurile (veniturile așteptate) pe care le generează. Agenții speculativi își onorează doar dobânda și rostogolesc principalul (aici se referă la guverne, bănci și corporații care emit obligațiuni), în timp ce agenții de tip Ponzi nu pot acoperi din venit nici dobânda, fiind obligați fie să vândă active, fie să se împrumute suplimentar pentru a rambursa datorii mai vechi. Atât timp cât relațiile venit-datorie tradiționale sunt dominante, economia tinde către echilibru. Și invers, cu cât ponderea celorlalte două tipuri de relații (speculative și Ponzi) crește, cu atât probabilitatea ca economia să fi deviat de la echilibru este mai mare [158].

Analiza lui Minsky se bazează pe separarea instabilității în două faze: un ciclu primar și un superciclu. Ciclul Minsky primar se referă la evoluția aranjamentelor de finanțare și surprinde

apariția instabilității financiare la nivelul bilanțurilor firmelor și gospodăriilor populației. Acest ciclu trece prin cele trei faze menționate anterior.

Un alt moment important constatat de către Minsky este că optimismul alimentează toți participanții la piață, atât creditorii, cât și debitorii și conduce progresiv la abandonarea disciplinei de piață.

Dacă să revenim la cea de-a doua abordare a conceptului de stabilitate financiară, cea mai importantă distincție este că reprezentanții săi subliniază o proprietate a sistemului financiar, ca fiind *capacitatea de a absorbi șocurile în interiorul său, fără a afecta economia reală* [109]. Remarcăm faptul că aceste șocuri pot apărea atât în cadrul sistemului financiar (dezechilibrele financiare) și în afară (tot felul de efecte negative, evenimente neprevăzute cu caracter negativ).

În mod concret, un sistem financiar se consideră *stabil*, dacă îndeplinește două cerințe fundamentale:

1. este capabil să conducă la îmbunătățirea performanțelor economice;
2. permite eliminarea dezechilibrelor determinate de factorii endogeni sau de evenimente adverse și neanticipate, prin mecanisme autocorecționale proprii [110].

Ca urmare a multiplelor legături existente între elementele sistemului financiar, orice dezechilibru în funcționarea uneia sau alteia dintre aceste verigi subminează funcționarea tuturor celorlalte.

În acest studiu, vom adera la cea de a doua abordare a definiției stabilității financiare, care se fundamentează pe două motive principale:

- În primul rând, această abordare este în concordanță cu scopul declarat al studiului, care este de a identifica determinanții și indicatorii pentru evaluarea stabilității financiare și analiza instabilității financiare și implică o analiză a riscurilor;

- În al doilea rând, a doua abordare este mult mai de preferat „din punct de vedere al progresului realizat în domeniul politicilor publice de menținere a stabilității financiare”[32].

La fel ca alte noțiuni economice, noțiunea de „stabilitate financiară” este destul de vagă și intuitivă. De aceea, unii economiști încearcă să îi sporească precizia, tratând-o cu ajutorul aparatului conceptual și analitic al teoriei probabilităților, teoriei jocurilor, teoriei anticipațiilor [15] etc. Asemenea abordări, foarte răspândite în literatura economică actuală, accentuează caracterul dinamic al „stabilității financiare”, multitudinea sa de determinante (endogene și exogene), natura stochastică a unora dintre variabilele care o descriu etc.

Cea mai „exactă” (din punct de vedere numeric) abordare este cea a lui Pierre Monnin și Terhi Jokipii de la Banca Națională a Elveției, care definesc *instabilitatea egală cu probabilitatea ca sectorului bancar să devină insolubil în trimestrul următor* [163].

Conceptul de „*stabilitate dinamică*” reflectă complexitatea proceselor financiare, care sunt alcătuite dintr-o multitudine de elemente interconectate și în evoluție (piețe, instituții, infrastructură), își modifică în timp forma și conținutul, suferă schimbări calitative, evoluează într-un mod imprevizibil etc.

Din punct de vedere practic, urmărirea consecvență a asigurării stabilității este importantă, deoarece această stare exercită un mare număr de efecte benefice asupra ansamblului vieții economice și sociale. În literatură, efectele respective sunt considerate „externalități”.

Într-adevăr, stabilitatea sistemului financiar determină reducerea costurilor de informare și de tranzacționare pentru toți actorii economici, fără ca cineva să poată fi exclus de la acest avantaj, ceea ce înseamnă că bunul respectiv îndeplinește *criteriul non-exclusivității*. Sistemele financiare stabile, de asemenea, pot fi utilizate de oricine, ceea ce înseamnă că stabilitatea ca bun satisface *criteriul non-rivalității* [86].

Prin prisma noțiunii de „externalitate”, se poate spune că „stabilitatea financiară” are o „productivitate socială” mai mare decât suma utilităților individuale pe care le obțin indivizii care operează într-un asemenea mediu stabil.

În literatura de specialitate economică, „externalitățile” aferente stabilității financiare sunt clasificate în două categorii: pozitive și negative. Externalitățile pozitive sunt cele care induc o creștere a bunăstării (ca rezultat al unei alocări eficiente a resurselor); externalitățile negative sunt cele care determină reducerea bunăstării economice generale [86].

Se consideră că o serie de externalități negative (concentrarea riscului de credit, lipsa de lichiditate, evaluarea necorespunzătoare a activelor financiare, insolabilitatea unui număr considerabil semnificative de debitori etc.) au caracter endogen, în sensul că sunt internalizate de instituțiile financiare, care le transformă astfel într-o sursă inerentă de instabilitate.

Cu alte cuvinte, aceste externalități negative sunt rezultatul unei perioade de stabilitate financiară sau sunt apărute în urma funcționării normale a sistemului financiar, însă asigurarea stabilității face necesară corectarea lor.

Cele expuse pe parcursul subcapitolului demonstrează că instabilitatea financiară este o realitate economică până în prezent, fapt ce accentuează necesitatea cercetării tehnicilor și modalităților de inducere și menținere a stabilității financiare.

O criză a sistemului financiar poate duce la adevărate blocaje economice, măsurate atât în pierderi directe, cât și în reduceri ale ritmului de creștere economică sau chiar, în cazuri mai grave, la recesiune.

În cadrul UE stabilității financiare îi este acordată o atenție majoră, țările europene au inclus stabilitatea financiară în Tratatul UE ca un obiectiv al Băncii Centrale Europene. În

conformitate cu articolul 127 alineatul (2) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, SEBC are sarcina „de a contribui la buna desfășurare a politicilor promovate de autoritățile competente în ceea ce privește supravegherea prudențială a instituțiilor de credit și stabilitatea sistemului financiar” [93].

Dar, dincolo de acest mandat, sarcina sa politică este dificil de realizat din cauza dificultăților de a defini, prognoza și măsura stabilitatea financiară. Ca urmare, pentru a proteja sistemul financiar și a asigura stabilitatea financiară, trebuie identificate principalele surse de risc și de vulnerabilitate, iar toate părțile implicate (precum instituțiile financiare și autoritățile de supraveghere) trebuie informate asupra riscurilor [5].

În Republica Moldova pe subiectul stabilității financiare au fost publicate o serie de articole, cea mai amplă, complexă și cuprinzătoare cercetare fiind monografia „Stabilitatea financiară a economiei în tranziție” apărută în cadrul Institutului Național de Cercetări Economice, autori R. Perciun, R. Cuhai, D. Clichici, O. Timofei, V. Popa, T. Petrova, în care stabilitatea financiară este considerată un concept complex care se manifestă prin procesele economico-financiare esențiale, care au loc într-o economie, cum ar fi: economiile și investițiile, plasarea depozitelor sub formă de credite, transformarea activelor în lichidități, și într-un bun sfârșit, creșterea economică se desfășoară normal, fără abateri sau dereglări [66].

În România cele mai multe studii dedicate stabilității financiare au apărut în cadrul BNR [45], dar și au fost publicate diverse articole în culegerile conferințelor internaționale [44], la care ne vom referi pe parcursul capitolelor următoare.

Dintre toate lucrările dedicate stabilității financiare, cea mai concentrată rețetă pentru atingerea stabilității sectorului financiar, este oferită de către savantul Colin Meyer, care propune estimarea a trei „C”:

- Cauze (Causes),
- Consecințe (Consequences),
- Cure/tratamente (Cure) ale instabilității financiare [155].

Totodată, Meyer este de părere că este cu mult mai ușor de prevenit instabilitatea decât de a trata consecințele și astfel, guvernele și băncile centrale urmează să acționeze în modul corespunzător, în primul rând, pentru a evita apariția crizelor financiare [34].

Ideea de a preveni instabilitatea financiară continuă să domine atât mediul academic, cât și guvernamental.

1.3. Repere conceptuale ale fenomenului ciclicității în cadrul sistemelor economice

Ciclicitatea este un proces omniprezent. Mai multe generații de cercetători au descoperit că procesul ciclic reprezintă un proces progresiv și evolutiv și se manifestă absolut în toate sistemele naturale [124].

Mai mult decât atât - *orice sistem natural se dezvoltă conform timpului său propriu*, care depinde de natura modificărilor ciclice, atât din structura sa, cât și din mediul extern, de viteza și puterea câmpului gravitațional [98].

Prin urmare, *cunoașterea legilor dinamicii ciclice ale sistemelor naturale* [inclusiv a societăților sau sistemelor sociale] *oferă o bază pentru prognozarea funcționării și dezvoltării lor în spațiu și timp.*

Observațiile asupra evoluției activității economice (a indicatorilor activității economice la nivel mezo și macroeconomic, precum venitul național, producția, vânzările, investițiile, consumul, ocuparea forței de muncă etc.) au permis constatarea că în timp, activitatea economică nu are o evoluție uniformă, liniară, ci este fluctuantă.

Precizăm că fluctuațiile ciclice sunt observate la nivel macroeconomic, fie mezeconomic-de ramură. La nivel microeconomic fluctuațiile pot apărea ca rezultat al impactului factorilor de mediu.

A.Burns și W. Mitchell au definit ciclurile economice ca fiind un tip de fluctuații observate în activitatea economică agregată a națiunilor, care organizează activitatea lor îndeosebi în întreprinderi de afaceri [111].

Definiția unanim acceptată și recunoscută a ciclicității în economie este: Ciclul de afaceri sau ciclul economic este mișcarea descendentă și ascendentă a produsului intern brut (PIB), în jurul trendului de creștere pe termen lung.

Prin deducere, ciclurile economice reprezintă mișcări fluctuante ale economiilor și ale unor ramuri/componente ale acestora sub impulsul unor factori endogeni și exogeni. S-a observat că mișcările fluctuante se manifestă sub forma unor ***unde de lungimi și intensități diferite***, induse în sistem de acceleratori și de multiplicatori. În funcție de lungimea și de intensitatea cu care acționează undele și de domeniul de aplicații, ciclurile sunt de mărimi și durate diferite, măsurate prin distanță, în timp, între două vârfuri ale unor indicatori economici și financiari esențiali –producție, șomaj, investiții, prețul activelor, deficitul de cont curent etc.

Teoria economică a conceptualizat mai multe tipuri de fluctuații: fluctuații sezoniere, fluctuații accidentale (întâmplătoare) și fluctuații ciclice (tab. 1.2).

Tipologia fluctuațiilor în funcție de cauza declanșării	
Tipul fluctuațiilor	Cauzele declanșării și specificul derulării
Fluctuațiile sezoniere	Influențate de factorii naturali, psihologici și preferințele consumatorilor, care au evoluții specifice pe parcursul unui an, <i>reproducându-se cu o anumită regularitate de la un an la altul.</i>
Fluctuațiile accidentale (întâmplătoare)	Determinate de factori aliatori sau evenimente neașteptate, precum: cataclisme naturale, evenimente sociale și politice deosebite, decizii neașteptate ale unor agenți economici, o anumită stare de spirit a populației etc.
Fluctuațiile ciclice	Determinate de factori ce țin de funcționarea activității economice, de interdependențele dintre părțile sale: țin de <i>mecanismele prin care se realizează reglarea și corelarea</i> unor componente ale activității economice (atât economia reală, cât și cea nominală, simbolică) aflate în interdependență. <i>Acestea sunt fluctuații agregate care se reproduc cu o anumită regularitate, deși nu pot fi încadrate în termene riguroase, exacte.</i>

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate în cadrul subcapitolului.

Ciclicitatea dezvoltării economice nu se manifestă întotdeauna consecvent și previzibil. Ca ex. declinul așteptat la mijlocul anilor 1980 în SUA nu a avut loc, economia Statelor Unite trecând una dintre cele mai lungi etape de avânt [124], în timp ce declanșarea și dezvoltarea crizei globale din 2008 a fost în mare măsură un fenomen neașteptat.

În aceste condiții, este important de a înțelege procesele și fluctuațiile (tab. 1.2) care au loc în economie și de a estima modul în care pot influența natura ciclică a dezvoltării economice.

Primul economist cu renume care a identificat și recunoscut periodicitatea crizelor economice a fost Jean Charles Léonard de Sismondi, publicând lucrarea „Nouveaux Principes d'économie Politique, ou de la richesse dans ses rapports avec la population” (1819) [11].

Robert Owen, contemporanul lui Sismondi, și-a exprimat gânduri similare, ambii au identificat ca și cauze ale ciclurilor economice supraproducția și subconsumul, cauzate în special de inegalitățile averilor. Ca și soluții pentru această problemă, ei au pledat pentru intervenția guvernului și a socialismului [11].

„Capitalul” (1867) lui Karl Marx este o lucrare notorie ce fundamentează teoriile acestuia, în care sute de pagini sunt dedicate crizelor periodice în capitalism, constatând că în timp crizele cresc în severitate, fapt ce i-a permis să prezică o revoluție comunistă. Puțin mai târziu, în 1879, Henry George s-a concentrat asupra rolului prețurilor terenurilor în crize și a propus un impozit unic pe teren ca o soluție.

Analiza modernă a evoluției ciclice a activității economice a fost realizată în mod sintetic de către Joseph Schumpeter în lucrarea „Business Cycles” (1939) prin valorificarea și

aprofundarea lucrărilor și tezelor unor economiști precum K. Marx, C. Juglar, J. Kitchin, N. Kondratiev. [11]

În caracterizarea *ciclicității*, ca formă de mișcare a activității economice, se pornește de la succesiunea și repetabilitatea în timp a unor stări ale economiei (numite faze ale ciclului) care seamănă în linii generale de la un ciclu la altul; în fiecare fază, starea și performanțele agregate ale economiei (ritmul venitului național, al producției industriale și agricole, gradul de ocupare a forței de muncă, dinamica nivelului de trai, cursul de schimb, rata inflației etc.) au anumite caracteristici, dar diferite de la o fază la alta.

În rezultatul cercetării datelor statistice acumulate pentru diferite economii au fost identificate mai multe tipuri de cicluri economice care se suprapun și se întrepătrund (tab. 1.3).

Tabelul 1.3

Tipologia ciclurilor economice în funcție de durată		
Ciclurile lungi seculare numite și ciclurile Kondratiev , de la numele economistului rus care le-a studiat primul [148]	Ciclurile propriu-zise, numite cicluri decenale sau cicluri ale afacerilor sau cicluri medii sau ciclurile Juglar , de la numele economistului care le-a studiat în mod special	Ciclurile scurte, Kitchin [147] sau minore din rândul cărora se detașează ciclul inflaționist și ciclul variației stocurilor
Durată variază între 40-60 de ani	Durată variază de la 4-6 ani la 10-12 ani [144]	Durată variază de la 6 luni la 3 ani (≈ 40 luni)
Numărul fazelor		
Faza ascendentă și faza descendentă	Criză, depresiune, înviorare și avânt sau expansiune, punctul de cotitură superior (criza), depresiunea și punctul de cotitură inferior (de reluare, începere a expansiunii).	Expansiune și încetinire
Notare simbolică - CL	Notare simbolică - CM	Notare simbolică - CS
Relații de întrepătrundere sau interferență între diverse tipuri de cicluri		
1 CL $\approx$ 10CM $\approx$ 40CS	1CM $\approx$ 4CS	1 CS $\approx$ 1/4CM $\approx$ 1/10 CL

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate.

Ciclul scurt, se încadrează în interiorul ciclului mediu (Juglar), între două crize sau manifestări de criză, se manifestă la nivelul ramurilor unei economii și contribuie la modificarea amplitudinii expansiunii sau contracției caracteristice ciclului Juglar.

Evoluția pe termen lung a vieții economice, a stării și eficienței utilizării factorilor de producție demonstrează că **Ciclul lung, secular sau Kondratiev** se desfășoară sub forma unor unde lungi cu o durată de 40-60 de ani, interval de timp în care economia este dominată de un anumit mod tehnic de producție.

Experiența istorică atestă că doar pe parcursul a circa 20-30 de ani un mod tehnic de producție dominant funcționează corespunzător, dezvăluindu-și capacitățile de progres, după care începe o perioadă de *tranziție* spre un nou aparat de producție, apt să ridice eficiența economică,

ca urmare a unor niveluri calitative, structuri și modalități de combinare a factorilor de producție, în concordanță cu resursele disponibile și accesibile. Pe parcursul următorilor 20-30 de ani limitele vechiului mod tehnic de producție sunt pregnante, acesta menținându-se datorită unor factori inerțiali, paralel cu extinderea în economie a germenilor unui nou mod tehnic de producție. Corespunzător acestei logici, în evoluția oricărei economii mature, se disting două mari faze de evoluție: una *ascendentă* (faza A) și alta *descendentă* (faza B), *fiecare cu o durată de 20-30 de ani* [11].

Sucesiunea celor două faze ale ciclului lung și repetarea lor la intervale de 40-60 de ani sunt explicate în mod diferit de către specialiști: fie prin ciclicitatea noutăților și perfecționărilor tehnice profunde sau prin atragerea în exploatare a unor noi resurse, în special de materii prime și energetice. În fața dificultăților economice se intensifică cercetarea științifică și inovarea tehnologică, generând un puternic avânt inovațional. Perioada de tranziție de la vechiul mod tehnic de producție la cel nou este marcată printr-o criza structurală, a cărei durată se prelungește pe parcursul fazei descendente. Caracteristic crizei structurale *este, pe lângă durata sa, și faptul că reprezintă cadrul unor modificări fundamentale* în tehnicile și tehnologiile de fabricație, în locul omului în activitățile economice, în special în producție. Criza structurală impune adaptări profunde în comportamentul și acțiunile agenților economici, implica încetinirea pe termen lung a creșterii nivelului de trai, fie scăderea acestuia [199].

Cercetarea economică privind evoluțiile ciclice în economiile cu piață concurențială este concentrată asupra **ciclului decenal, numit și ciclul mediu (Juglar) sau ciclu al afacerilor**[64]. Vasta literatură dedicată acestora conține o mare varietate de puncte de vedere.

În tratarea ciclului economic decenal, în principiu, se recunoaște existența a patru faze, însă diferiți autori le numesc cu termeni diferiți: criză, depresiune și, respectiv, înviorare și avânt; restrângere (contractie), înviorare, expansiune și apogee; criza propriu-zisă, depresiunea, palierul de refacere incompletă, expansiunea etc.

Indiferent de denumirile fazelor ciclului afacerilor, acesta poate fi reprezentat sub formă grafică, în care pe ordonată este surprins un indicator de volum al activității economice (în mod alternativ pot fi luate în considerare PIB, producția industrială, ocuparea forței de muncă etc.), iar pe abscisă variabila timp (fig. 1.3).

Pe parcursul fazelor se constată modificări ale specificului și ritmului activităților economice și a mediului de afaceri. În tabelul A3.1 prezentăm o descriere a fazelor ciclului Juglar.

În realitate ciclurile economice nu prezintă o evoluție simplă și liniară, înregistrându-se dereglări și scăderi parțiale în faza de expansiune, cât și creșteri în faza de recensiune [160]. Este

un fapt istoric că nici un ciclu economic nu s-a asemănat cu altul, deoarece cauzele și intensitatea cu care acționează sunt diferite.

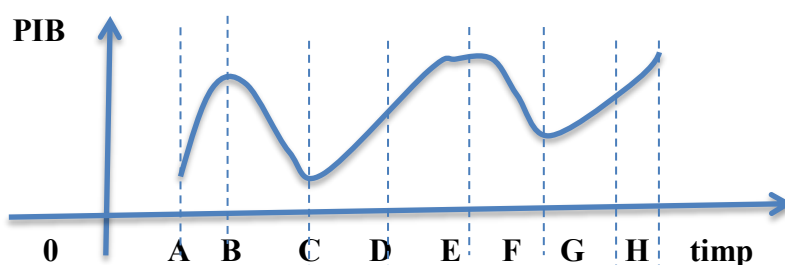


Fig. 1.4. Fazele ciclului de afaceri tip Juglar

Sursa: compilat de autor.

Noi considerăm că dereglările sau scăderile parțiale ale activităților economice în faza de expansiune, creșterile neînsemnate în faza de recesiune, se datorează relațiilor de întrepătrundere sau interferență între ciclurile lungi, medii și scurte.

Alături de cele trei tipuri de cicluri larg recunoscute (lungi, Juglar și scurte), există un număr de cercetători care argumentează în mod specific cauzele și existența ciclurilor economice, numite „exclusiv endogene”, a căror sinteză o prezentăm în tabelul A 3.2.

Constatăm că primele cercetări consacrate fluctuațiilor ciclice se referă la ciclurile de afaceri și abia în secolul 20 se analizează ca și cauze ale evoluției ciclice fenomenele de natură financiară.

Tabelul 1.4

Principalii factori determinanți ai ciclicității și echilibrului economic

Factorii	Indicatorii	Creșterea economică	Echilibrul economic	Criza economică
Factorii de producție	Output (P) Cheltuieli (Ch)	$P > Ch$	$P = Ch$	$P < Ch$
Cererea și oferta	Cerere (D) Ofertă (S)	$D > S$	$D = S$	$D < S$
Moneda și creditul	Suma tuturor plăților (MV) Suma prețurilor tuturor mărfurilor (PQ)	$MV > PQ$	$MV = PQ$	$MV < PQ$
Investiții și economii	Investiții (I) Economii (E)	$I > E$	$I = E$	$I < E$
Așteptările antreprenorilor	Informații despre conjunctură	Informații depline despre conjunctură	Informații despre echilibrul pe piețe	Informații insuficiente despre conjunctură

Sursa: compilat de autor în baza [64], [199].

Generalizând aspectele teoretice referitoare la dezvoltarea ciclică a economiei, concluzionăm că factorii principali ce caracterizează fluctuațiile ciclice sunt aceleași care caracterizează și perioadele de echilibru economic (tab. 1.4).

În prezent, în diferite analize se regăsesc, sub o formă sau alta, toate explicațiile evoluției ciclice enunțate mai sus, dar accentul cade mai ales pe efectele perverse ale intervenției statului în economie (adeptii economiei ofertei „supply side”) și explicațiile de tip monetarist (extinderea exagerată a creditului, necorelată cu procesul creșterii economice reale, care „cosmetizează” artificial creșterea economică).

Cu privire la fenomenul ciclicității creditului, în literatura economică s-au format două viziuni tradiționale: *viziunea americană*, conform căreia cauza ciclicității în evoluția creditului este provocată de ofertă: expansiunea exagerată a creditului, și *viziunea britanică*, care acordă atenție cererii, și anume: cererea exagerată și necalitativă a creditului din partea speculanților.

Atenția majoră acordată ciclului economic se concentrează preponderent pe o etapă a acestuia - criza, deoarece comportă costuri majore pentru economie, deseori sistemul politic și întotdeauna pentru societate.

Etimologic cuvântul „criză” provine din cuvântul grecesc „krisis” care înseamnă o situație ce necesită luarea unei decizii [64].

În cel mai larg sens toate crizele economice rezidă din perturbarea fenomenelor economice și neapărat sunt caracterizate de diminuări ale activităților economice, care se răsfrâng asupra scăderilor indicatorilor economici ce caracterizează diferitele sectoare. Cei mai importanți fiind inflația, șomajul, veniturile, cheltuielile, PIB-ul etc.

Ca atare, înțelegerea crizelor necesită o înțelegere a legăturilor macrofinanciare, ceea ce reprezintă o provocare cu adevărat complexă.

Nu există un consens cu privire la cât de mare să fie inflația, șomajul sau scăderea PIB-ului unei țări pentru a aprecia *intrarea unei economii în criză*. National Bureau of Economic Research (NBER) definește criza ca fiind „o scădere semnificativă a activității economice pentru câteva luni (**2 trimestre succesive**) *reflectată în scăderea PIB*, scăderea veniturilor individuale, reducerea nivelului ocupării, diminuarea producției industriale și a consumului”.

Descrierea cea mai restricționată a ciclului financiar se bazează pe referința la credit și prețurile proprietăților [123]. Aceste variabile au tendința să covarieze destul de strâns între ele, în special la frecvențe joase, confirmând importanța creditului în finanțarea construcțiilor și cumpărarea de bunuri. În plus, variabilitatea între aceste două serii este dominată de componentele de frecvență joasă. În schimb, prețurile la capital pot distrage atenția, deoarece covariază cu celelalte două serii mult mai puțin.

Ca atare, crizele financiare sunt, de obicei evenimente multidimensionale și pot fi greu caracterizate folosind un singur indicator [144].

Totuși, cea mai mare parte a studiilor existente se concentrează exclusiv pe evoluția creditului, ca urmare numit ciclul de credit [41] [122].

Alți cercetători combină statistic o varietate de variabile financiare - de preț și cantitate, astfel încât să se extragă componentele comune [125] [139] . Exemple de variabile sunt ratele dobânzilor, primele de risc, ratele de nerambursare, volumul împrumuturilor neperformante ș.a.

În 1976 E. Morin a asociat criza cu lipsa de condiții care să permită adoptarea unei decizii [164]. F. Mishkin a definit criza ca fiind „situația în care selecția adversă și hazardul moral se acutizează, piețele nemaifiind capabile să canalizeze resursele către cele mai productive oportunități de investiții” [160].

M.Friedman consideră că criza are o puternică dimensiune psihologică. Panicați de perspectiva pieței, deponenții se aruncă într-un număr periculos de mare asupra depozitelor lor din bănci și sistemul bancar intră într-un colaps.

Economistul roman A. Iancu consideră că criza financiară este forma de manifestare explozivă a procesului de instabilitate financiară generată în cursul fazei de expansiune a ciclului de afaceri în cadrul căruia se acumulează tensiuni, care se sting prin declanșarea crizelor [43].

Există o multitudine de clasificări ale crizelor actuale. După natura schimbărilor fundamentale care le produc în economie, cea mai consistentă clasificare le împarte în crize conjuncturale, structurale și sistemice. Caracteristicile principale ale acestor tipuri sunt prezentate în anexa A.3.3.

O altă clasificare interesantă a fost făcută de Ishihara [143], care a identificat în literatura de specialitate cinci forme diferite de crize economico-financiare (tab. 1.5).

Tabelul 1.5

Aspecte definitorii cantitative ale crizelor de natură financiară

Denumire	Definire conceptuală	Definire operațională
Criza economică	Scăderea bruscă a output-ului real.	Rata anuală de creștere a PIB.
Criza financiară	Pierdere bruscă a încrederii investitorilor în sistemul financiar al țării.	Scurgeri de capital, ce generează o scădere a lichidității tranzacțiilor pe bursă, o presiune pe cursul de schimb (pe fondul creșterii cererii de valută necesară conversiei sumelor dezinvestite de pe piața de capital) și o presiune pe rata dobânzii
Criză bancară de lichiditate	Una sau mai multe bănci nu-și pot onora imediat obligațiile contractuale pe termen scurt.	Raportul dintre depozitele la vedere și activele totale .

Criză bancară de solvabilitate	Pasivele băncii depășesc activele.	Raportul dintre conturile de capital la activele totale.
Criza balanței de plăți , definită pentru prima dată de Krugman și Obstfeld [64]	Pierderea bruscă a rezervelor internaționale (rezerve prin care balanța de plăți externe își găsește echilibrul pe o perioadă determinată).	Rata de creștere de la an la an a rezervelor brute.
Criza valutară	Deprecierea semnificativă a monedei naționale.	Depreciere în termeni nominali mai mare de 25% a cursurilor de schimb către dolarul SUA pe perioada ultimelor 12 luni sau o depreciere mai mare de 10% a cursului real.
Criza datoriei externe	Incapacitatea țărilor a de a face în timp util plățile dobânzilor și ariatelor datoriei externe.	Raportul dintre datoria externă și PIB, datoria externă la exporturi totale sau rata serviciului datoriei externe.

Sursa: compilat de autor în baza sursei [143].

Este dificil să facem aprecieri când o criză financiară devine una economică sau dacă o criză economică generează o criză financiară sau invers.

În principiu vorbim întotdeauna de o criză economică generată fie de cauze financiare, politice sau sociale. Criza financiară nu este decât o formă de manifestare a crizei economice și reflectă o neîncredere în sistemul financiar, o scădere semnificativă a volumului tranzacțiilor la bursă, o dereglare a mecanismelor de piață.

În cercetarea fenomenului dezvoltării ciclice a economiei o mare importanță o are elucidarea cauzelor crizelor:

Tabelul 1.6

Cauzele principale ale crizelor financiare	
	necoresponderea ofertei de bunuri cu cererea și ca urmare acumularea de stocuri;
	politicile publice greșite sau insuficiente;
	extinderea prea rapidă și în proporții prea mari a ofertei monetare;
	aplicarea de către banca centrală a unor rezerve bancare minime obligatorii exagerat de mari;
	reacții exagerate ale băncii centrale față de inflație, prin reducerea prea puternică și bruscă a ofertei monetare;
	fluctuații puternice ale ratelor de schimb, mai ales în cazul țărilor cu rate ridicate ale datoriilor publice și private;
	reducerea bruscă a ofertei monetare a creditorilor către împrumutați, ca urmare a aplicării unor politici restrictive adoptate de băncile centrale, mai ales în cazul crizei creditelor;
	șocurile provocate de lăcomie;
	exuberanța irațională.

Sursa: compilat de autor în baza sursei [190], [143].

Analizele ex-post cu privire la crizele financiare și economice, denotă că în ansamblul efectelor există neapărat o pronunțată dimensiune psihologică și comportamentală.

Unul dintre efectele grave ale crizelor este fenomenul de răspândire sau de propagare a crizei care este cunoscut sub numele de „*efect de contagiune*”. Introducerea acestui concept în literatura de specialitate s-a bazat pe efectul devastator pe care crizele financiare îl au asupra nivelului veniturilor și bunăstării unui număr foarte mare de oameni și într-un timp foarte scurt (la fel ca în cazul unei epidemii de mare amploare) [190] [64].

Conceptul de contagiune nu are în vedere doar impactul crizelor pe plan local, sau doar asupra altor sectoare ale economiei, ci și canalele prin care crizele sunt propagate la nivel internațional și prin natura sa se materializează prin răspunsul emoțional al investitorilor și consumatorilor la schimbările radicale produse pe anumite piețe, naționale sau internaționale.

Cei mai mulți economiști operează cu definiția strictă a fenomenului de contagiune: „contagiunea reprezintă o creștere rapidă a legăturii între diferitele piețe financiare în momente de criză”. O definiție derivată din abordarea strictă a efectului de contagiune este cea dată de Kaminsky și Reinhart: „efectul de contagiune reprezintă acea situație în care informația cu privire la existența unei crize într-o altă țară crește probabilitatea unei crize pe plan local”[145].

Imperfecțiunile piețelor financiare internaționale pot genera baloane speculative, comportament irațional din partea actorilor pieței, atacuri speculative, prăbușirea burselor și alte fenomene de acest gen. Aceste imperfecțiuni pot genera dezechilibre majore în balanța de plăți externe sau la nivelul indicatorilor macroeconomici fundamentali (inflație, curs de schimb, dobândă, șomaj) în țări care inițial păreau stabile din punct de vedere economic.

Fenomenul de contagiune și amploarea acestuia se datorează existenței și intensității legăturilor între țări, dintre care:

- *legăturile financiare*, care se datorează conectării diferitelor economii la sistemul financiar internațional. Atunci când într-o țară apare o situație de criză, fondurile de investiții se confruntă cu retrageri masive de capitaluri de către investitori, acest lucru fiind compensat de emisiunea de titluri într-o terță țară pentru a atrage lichidități. În acest fel, șocul inițial este propagat și către alte țări. Un fenomen similar este cel al băncilor multinaționale care orientează excesul de lichiditate către piețe care oferă potențial de creștere mare (piețele emergente de exemplu) și pe care apoi îl retrag rapid în momentul în care apar primele semne de criză în țara de origine (acest lucru dezechilibrează țările debitoare, dezechilibrul fiind apoi și mai accentuat de retragerea definitivă sau parțială de pe acea piață a băncilor multinaționale).

- *legăturile economice*, care se datorează majoritar relațiilor comerciale între diferite țări și încercarea uneia de a obține avantaje competitive din deprecierea cursului de schimb;

- *legăturile politice* urmare a relațiilor diplomatice și politice între diferitele țări și regulilor și reglementărilor comune care trebuie să le respecte;

- *legăturile financiare*, în special legate de transferurile de capital;

- la toate acestea (fără a fi întâlnite în literatura studiată) considerăm că trebuie adăugate și *legăturile informaționale*, ce presupun transmiterea informației între diferite elemente.

În momentul de față putem vorbi de mai multe forme de contagiune a crizelor financiare: de tip „muson”, de tip „spillover”, de tip „rezidual” și efectul de contagiune a volatilității (esența și exemple ale acestora sunt prezentate în tabelul A3.4). Studiile efectuate cu privire la contagiunea crizelor financiare arată că toate canalele de transmitere a acestora sunt la fel de importante.

Contagiunea este interpretată ca fiind fenomenul prin care evoluția variabilelor economice afectate este corelată între țări sau la nivel internațional, variabilele evoluând în același sens.

O problemă complexă și importantă tratată în literatura economică privește ***raportul în care se află fazele ciclului financiar față de fazele ciclului de afaceri (economiei reale)*** sau, cu alte cuvinte, sincronizarea privind frecvența oscilațiilor, durata unui ciclu și a fazelor acestuia și mărimea amplitudinii la cele două categorii de cicluri.

Un aspect important în cercetarea crizelor este măsurarea lungimii ciclurilor financiare, unde se pot folosi următorii indicatori prezentați în formă de serii cronologice stabilite în funcție de disponibilitatea informațiilor: a) ratele medii anuale ale inflației; b) ritmurile anuale ale prețului acțiunilor; c) evoluția ponderii în PIB a creditului intern acordat de sectorul bancar; d) ritmurile anuale ale fluctuației prețurilor la locuințe etc.

Ghidul privind perfectarea tezelor de doctorat în Republica Moldova, prevede ca în capitolul 1 al tezei să fie analizate lucrările și cercetările la tema tezei.

Reieșind din aspectele fundamentale ale tezei, lucrarea „Canalele de transmitere între sectoarele financiar și real – un studiu critic al literaturii” [103] conține momente critice importante consacrate tematicii abordate.

Urmare a crizei financiare recente, BCBS a creat un grup de lucru cu sarcina de a cerceta interacțiunea dintre sectorul real și financiar. Grupul de lucru a constatat că canalele de transmisie între sectorul real și cel financiar (potențial) funcționează în ambele direcții. Mai exact, condițiile din economia reală afectează condițiile financiare, în special bilanțurile gospodăriilor și firmelor (financiare și nonfinanciare), și respectiv condițiile bilanțiere ale gospodăriilor și firmelor, la rândul lor afectează activitatea economică reală.

Grupul de lucru consideră canalele de transmisie existente între sectorul financiar, drept interacțiuni care există între variabilele financiare (cum ar fi ratele dobânzilor) și variabilele reale

(cum ar fi consumul sau investițiile), care apar pur din punct de vedere intertemporal al deciziilor de cheltuieli ale gospodăriilor și întreprinderilor; și a identificat trei canale:

(i) canalul creditului bancar; (ii) canalul bilanțier al băncii; și (iii) canalul lichidității. Primele două canale sunt adesea denumite canale de accelerator financiar; al treilea canal subliniază poziția de lichiditate a bilanțurilor băncilor, care, destul de recent, au fost parțial stimulate de actuala criză.

Problema științifică. Dată fiind neclaritatea în utilizarea recentă a conceptului de stabilitate financiară la nivel de sistem financiar, utilizarea tradițională – la nivel de firmă și lipsa abordării interconexiunilor dintre stabilitatea sistemului financiar și stabilitatea agenților economici agregați, *problema științifică de soluționat* constă în abordarea complexă a stabilității financiare sistemice, perfecționarea mecanismului de evaluare a stabilității financiare, bazat pe aplicarea unui sistem de indicatori financiari și elucidarea măsurilor de inducere și consolidare a stabilității financiare sistemice.

Problema științifică propusă spre soluționare constă în fundamentarea stabilității financiare ca fenomen complex prin determinarea contribuției tuturor agenților economici instituționali, bazat pe aplicarea unui sistem de indicatori financiari și elucidarea măsurilor de inducere și consolidare a stabilității financiare sistemice.

Scopul principal al tezei constă în dezvoltarea fundamentelor teoretice și metodologice de evaluare (măsurare) a stabilității financiare la nivelul macroeconomic și a agenților economici agregați și analiza riscurilor ce urmează din transmisiunea instabilității financiare prin intermediul interconexiunilor intersistemice din perspectiva modelului fluxului financiar.

1.4. Concluzii la capitolul 1

1. În ultimul deceniu, după frecvența utilizării în cercetările economice și discursurile publice guvernamentale, dar și costurile economice și sociale, conceptul de stabilitate financiară s-a plasat alături de trei cele mai consacrate problematici economice – șomaj, inflație și creștere economică.

2. Stabilitatea sistemului financiar reprezintă prin esența sa una dintre principalele *condiții de mediu a bunei funcționări a economiei*, așa cum, în cadrul economiilor moderne toate tipurile de agenți economici sunt interconectați sistemului financiar și ca urmare implicați, influențați și responsabili de stabilitatea financiară.

3. Analiza literaturii și practicii economice permite autorului să concluzioneze că până în prezent nu s-a ajuns încă la un punct de vedere comun cu privire la conținutul conceptului de

„stabilitate financiară», iar relevarea acestuia pornește cel mai des de la noțiunea opusă: „instabilitate financiară”.

4. În opinia autorului, conceptul fundamental – stabilitate financiară – în prezent se referă exclusiv la stabilitatea sistemului financiar, iar stabilitatea financiară a celorlalte grupe de agenți economici: guvernul, firmele, menajele și a sectorului extern se analizează separat, fie se cuprinde în cadrul conceptului actual de stabilitate financiară doar din perspectiva iminenței și urmărilor riscurilor ce pot afecta stabilitatea sistemului bancar. Prin urmare, autorul propune utilizarea *conceptului de stabilitate financiară sistemică*, care să caracterizeze stabilitatea întregului sistem financiar, dar incluzând impactul și toate interacțiunile cu agenții economici nefinancieri.

5. Până la etapa actuală, atât sursele doctrinare, cât și cadrul legislativ se concentrează mai mult asupra premiselor macroeconomice ale stabilității financiare și într-o măsură mai mică asupra premiselor financiare în sine. Însăși teoria macroeconomică în cea mai mare parte s-a dezvoltat pentru a explica problemele ce rezultă din instabilitatea economică și mulți economiști s-au specializat în determinarea politicilor economice care „calmează” economiile instabile.

6. În opinia autorului, actualitatea, importanța și în special necesitatea cercetării și descoperirii problematicii monitorizării și menținerii stabilității financiare derivă în principal din două motive:

- finanțele și sistemul financiar prezintă în sine elementul sistemului economic caracterizat prin *cele mai mari și intense interconexiuni* în cadrul sistemului economic;
- în prezent în realitatea economică nu există agenți economici sau domenii ale activității umane, care să nu aibă conexiuni cu finanțele sau elementele sistemului financiar.

Concluzia generalizată ce reiese din primul capitol al tezei: Stabilitatea sistemului financiar reprezintă una dintre principalele condiții de mediu a bunei funcționări a economiei așa cum în cadrul economiilor moderne toate tipurile de agenți economici sunt interconectați sistemului financiar, și ca urmare implicați, influențați și responsabili de stabilitatea financiară. Din această perspectivă, supravegherea stabilității financiare trebuie să reprezinte un instrument al politicilor macroeconomice.

2. ELABORAREA METODOLOGIEI DE EVALUARE A STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI

2.1. Dezvoltarea conceptului de stabilitate financiară a agenților economici

Concluzionând descrierea fenomenului de stabilitate financiară și problematica asociată acestuia, expusă pe parcursul primului capitol, constatăm că în documentele de politici economice și în cercetările macroeconomice, **conceptul „stabilitate financiară” se referă exclusiv la stabilitatea sistemului financiar**, notat convențional în lucrarea de față cu AE-4.

Obiectivul prezentului subcapitol este dezvoltarea conceptului ce urmărește cuprinderea, fie în cadrul acestuia, fie separat, a aspectelor ce țin de restul sectoarelor economice.

Drept reper pentru subcapitolul de față, vom adopta una dintre definițiile stabilității financiare, caracterizată prin conținut amplu, expusă laconic - cea expusă de guvernatorul BNR Mugur Isărescu în disertația susținută cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității din Pitești la 8 decembrie 2006 *„Stabilitatea financiară este situația în care sistemul financiar este capabil să atragă și să plaseze fonduri bănești în mod eficient și să reziste la șocuri fără a aduce prejudicii economiei reale. [45]*

Din punct de vedere al politicilor publice, problema stabilității financiare este recunoscută la cel mai înalt nivel, fiindu-i alocată o politică separată, denumită politică macroprudențială.

După criza financiară din 2008, la nivel internațional (Comitetul Basel) și la nivel național sunt propuse noi reglementări de supraveghere a sistemului financiar, având în vedere proprietatea acestuia de a fi bun public.

Acțiunea dată se datorează costurilor mari asociate crizelor bancare. În cazul unei crize bancare, stabilitatea financiară trebuie să fie păstrată pentru a evita șocurile idiosincratice care au un impact sistemic prin diferitele legături de contagiune: contractuale, informaționale sau psihologice. Ca ex. falimentul lui Lehman Brothers în septembrie 2008 a afectat sistemul bancar în întregime prin diferite canale. Prin legăturile contractuale cu creditorii săi, aceștia au fost primii care urmau să fie loviți. Alături de lovitura dată creditorilor, foarte repede falimentul a fost analizat ca un semnal negativ sever pe piețele financiare și, în special, pe piețele interbancare, ceea ce a indus incertitudine și suspiciuni între instituțiile bancare, care au devenit brusc reticente în a participa la piața monetară. Această legătură informațională sau psihologică a fost transmisă peste tot în lume și pe piețele monetare internaționale au apărut tensiuni extreme, și care în consecință, au afectat economia reală. Mai mult decât atât, sistemele de plăți fiind esențiale pentru buna funcționare a economiilor de piață, instabilitatea financiară le-ar putea perturba și pe acestea.

Conform DEX stabilitatea este însușirea de a fi stabil. În contextul economic stabilitatea reprezintă abilitatea de a rezista la o problemă temporară. În șirul problemelor temporare se includ scăderea veniturilor curente, creșterea costurilor, producerea riscurilor cu impact asupra activității și averii etc.

Ca ex., pentru firme probleme temporare ar fi scăderea vânzărilor, lipsa de capital, pierderea unui angajat cheie sau client, creșterea costurilor materiei prime, modificarea cadrului legislativ ș.a.

Conceptul de „stabilitate financiară” face parte dintr-o familie în care alți membri sunt noțiunile de „fragilitate financiară”, „vulnerabilitate externă” și „reziliență”, în definirea cărora la fel ca și în cazul stabilității financiare, nu s-a ajuns la un consens.

De cele mai multe ori, „*fragilitatea*” (financiară/externă) este considerată a fi starea opusă celei de „*stabilitate*” (financiară/externă), cea de-a doua descriind o stare a economiei în care probabilitatea de apariție a crizelor, inclusiv a celor financiare este redusă.

De ex., H. Gabrisch definește „fragilitatea financiară” ca fiind „o combinație multiplicatoare între vulnerabilitatea sistemului financiar (bancar) și vulnerabilitatea cursului valutar”[133].

Un alt autor, D. Tsomocs, definește „*fragilitatea financiară*” într-un sens mai restrâns, referindu-se exclusiv la sistemul bancar: „*fragilitatea financiară este situația în care profitabilitatea sectorului bancar scade, iar numărul de falimente în sectorul bancar, dar și în celelalte sectoare ale economiei, crește*[136]”.

În contextul noțiunilor asociate stabilității, recent a început să fie acordată o mare atenție noțiunii de *reziliență*. În sens larg, reziliența reprezintă capacitatea de recuperare rapidă dintr-un incident sau dezastru. Într-un sens mai îngust, reziliența presupune adaptarea prin schimbări, fie fundamentale, fie treptate, ale modului de existență. Plasată pe coordonatele științelor reale, reziliența reprezintă capacitatea de a rezista la șoc, fără defecțiuni catastrofale.

Generalizând, putem afirma că reziliența înseamnă capacitatea sistemului de a-și desfășura activitatea continuu, adaptându-se concomitent la provocările endogene și exogene, continuând să se dezvolte.

Până de curând, principalele componente ale sistemului financiar național au fost considerate doar finanțele întreprinderilor (companiilor, organizațiilor) și finanțele statului.

Finanțele personale sau finanțele gospodăriilor casnice ca domeniu independent al științei financiare se află la etapa de formare și manualele de finanțe nu tratează problemele formării și utilizării finanțelor personale și încadrarea acestora în modelul economiei de piață.

Pe parcursul cercetării nu am întâlnit monografii sau cercetări de doctorat pe tema stabilității finanțelor personale în Republica Moldova și România. Lucrarea lui Cențov R. din Rusia cu tema „Sporirea stabilității financiare a gospodăriilor casnice” nu conține o definiție exactă a termenului de stabilitate financiară a acestora, dar cuprinde o analiză profundă a situației finanțelor menajelor din Rusia și propune o serie de măsuri de îmbunătățire a stabilității financiare a acestora, care se referă în special la măsuri fiscale de reducere a impozitării, îmbunătățirea politicii sociale, sporirea salariului, crearea locurilor de muncă, reducerea diferențierii veniturilor ș.a. [200].

Un exemplu notoriu ce ilustrează importanța finanțelor personale este crearea în luna mai 2013 de către Federal Reserve Bank of St. Louis din SUA a Centrului pentru Stabilitatea Financiară a Gospodăriilor Casnice (Center for Household Financial Stability, cu site-ul oficial: <https://www.stlouisfed.org/household-financial-stability>), cu scop de a cerceta și de a consolida bilanțurile familiilor americane nevoiaș.

Cei de la Centru au numit Marea Recesiune ca fiind "recesiune de bilanț" și consideră că situația bilanțieră a familiilor (ceea ce o familie economisește, deține și datorează - cu alte cuvinte, averea netă) a fost insuficient studiată, în ultimii ani din ce în ce mai mult se recunoaște că stabilitatea familiilor este esențială pentru performanța generală a economiei Statelor Unite.

Prin urmare, evaluările de stabilitate financiară la nivel de sistem financiar ar trebui să țină cont de stabilitatea acestui sector. Se dorește ca, gospodăriile să aibă rezerve financiare suficiente (perne de siguranță) pentru a face față șocurilor, însă niciodată nu se știe dacă în viitor condițiile nu vor fi diferite, atunci când gospodăriile se pot confrunta cu șocuri mai mari, cum ar fi modificări ale ratelor dobânzilor, a veniturilor sau statutului ocupațional.

Nu am întâlnit un concept exact al stabilității financiare a gospodăriilor casnice (AE-1), cercetătorul rus A.Zemțov operând cu un concept asociat - „durabilitatea financiară a gospodăriilor casnice”, care cuprinde stabilitatea, definindu-l ca fiind *un astfel de nivel de securitate financiară, care:*

în primul rând eliberează gospodăriile casnice de preocuparea constantă pentru satisfacerea imediată a nevoilor de bază (hrană, îmbrăcăminte, locuință, etc.);

în al doilea rând, oferă condițiile necesare pentru reproducerea unui capital competitiv;

în al treilea rând, permite gospodăriei să aibă nivelul și calitatea vieții care corespund standardelor internaționale;

în al patrulea rând, oferă încrederea în menținerea unui nivel durabil al calității vieții și în cazul riscurilor sociale [196].

În cele mai multe lucrări pe tematica stabilității financiare referitor la sectorul menajelor se analizează *gradul de îndatorare*, și de partea opusă – gradul de autonomie față de veniturile curente și valoarea relativă a rezervelor.

Există numeroase studii, dintre care D. Sutherland ș.a. care arată că creșterea datoriilor menajelor anticipează asupra problemelor viitoare în sistemul economic și financiar[183]. De asemenea, studiile acestora demonstrează prezența unei relații puternice între nivelul datoriei și modificarea valorii activelor acestora.

G.Debelle a subliniat că pentru a înțelege impactul datoriilor gospodăriilor casnice asupra economiei trebuie să fie analizată distribuția datoriei acestora[120]. Datele agregate referitoare la datorii nu furnizează suficiente informații cu privire la riscul pentru stabilitatea financiară, care rezultă în urma unor variații ale nivelului de îndatorare.

În timpul cercetării influenței datoriei gospodăriilor de uz casnic la adresa stabilității financiare, realizată de Banca Centrală a Austriei, au fost analizate nivelul de îndatorare și valoarea activelor, mod în care a fost definit impactul datoriilor asupra stabilității financiare [96].

Conform unei alte cercetări efectuată în Austria de către Beer și Schurz, un factor ce diminuează influența negativă a nivelului de îndatorare este că proporția relativ mare de datorii la creditele pentru locuințe, care sunt, de obicei susținute cu gajarea activelor. Un factor sporit de risc se atribuie creditelor în valută străină care expune gospodăriile populației la riscul de schimb valutar. Analiza arată că, gospodăriile cu venituri mari tind să aibă mai multe datorii decât gospodăriile cu venituri mici; deși, acestea din urmă, sunt mai împovărate de datoria lor. Cererea pentru creditele de consum tinde să fie cea mai mare în rândul gospodăriilor cu venituri mari, cu active financiare mici.

Pe măsură ce nivelul ridicat al datoriei este concentrat în mare parte în rândul gospodăriilor bogate și cu venituri ridicate, datoriile gospodăriilor de uz casnic din Austria, nu constituie o amenințare la adresa stabilității financiare. Cei mai riscanți însă sunt indivizii care iau credite de consum și au venituri mici și active puține [105].

Nivelul ridicat al datoriilor gospodăriilor casnice și firmelor, de asemenea, indică o scădere a capacității de a stimula economia prin politica monetară (reducerea ratei dobânzii) [157].

Cu privire la fundamentele teoretice ale stabilității financiare la nivelul firmelor producătoare AE-2, în manualele de finanțe corporative se operează cu noțiunea de *stabilitate financiară a întreprinderii, care reflectă starea resurselor financiare în care firma manevrând*

liber cu mijloacele bănești, prin utilizarea în mod eficient este capabilă de a asigura continuitatea procesului de producție și vânzarea de bunuri/lucrări/servicii.

Indicatorul utilizat ca măsură cantitativă a nivelului de stabilitate financiară a firmei este *coeficientul de independență financiară* și arată proporția activelor firmei care sunt acoperite de capitaluri proprii (deci activele formate din surse proprii).

Ca urmare, obiectivul principal al analizei de stabilitate financiară a oricărei firme este de a evalua *gradul de independență de sursele de fonduri împrumutate* și ar fi asociat riscului de insolvență.

Pe parcursul cercetării de față nu am întâlnit abordări ale conceptului privind stabilitatea financiară a sectorului guvernamental AE-3 și cu atât mai mult a sectorului extern AE-5 (analizat în calitate de sector instituțional în cadrul modelului fluxului de venituri).

Pentru precizarea conceptului de stabilitate financiară, considerăm importantă elucidarea *necesității menținerii stabilității financiare a sectoarelor instituționale* în parte.

Din perspectiva stabilității financiare la nivel național, studierea gospodăriilor casnice (AE-1) se focusează pe **abilitatea de deservire a creditelor**.

În abordarea pe larg, stabilitatea financiară a gospodăriilor casnice influențează stabilitatea financiară a sistemului bancar și al întregii economii în mod direct și indirect:

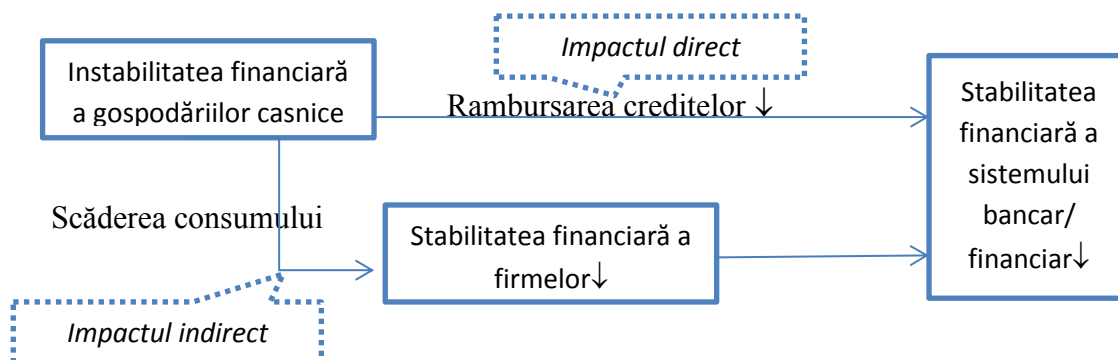


Fig. 2.1. Impactul direct și indirect al (in)stabilității financiare a gospodăriilor casnice asupra stabilității financiare la nivel național

Sursa: elaborat de autor.

Impactul direct, manifestat prin reducerea abilității de deservire a creditelor se materializează în creșterea cotei creditelor neperformante în portofoliile băncilor comerciale, iar în cazul în care proporția acestora crește exagerat, pot provoca intrarea băncilor în insolvență și ca urmare și instabilitatea financiară a sectorului bancar.

Impactul indirect al instabilității financiare a gospodăriilor casnice se manifestă prin scăderea consumului (cauzat de scăderea veniturilor totale și sub impactul psihologic de reacție la reducerea veniturilor) care influențează direct scăderea veniturilor firmelor și în timp și a stabilității financiare a acestora.

Prin extindere, scăderea consumului cauzează impact indirect negativ asupra bugetului guvernului, prin reducerea veniturilor fiscale, deopotrivă cu creșterea cheltuielilor sociale, ceea ce duce la apariția și creșterea deficitului bugetar.

Cât privește AE-3, în literatura economică, politicile și rapoartele publice nu am întâlnit definiții directe ale stabilității financiare a sectorului guvernamental, esența acesteia fiind încadrată într-un concept mai larg – cel al *responsabilității fiscale sau responsabilității bugetar-fiscale*, în eng. fiscal responsibility.

Similar restului sectoarelor instituționale, stabilitatea financiară a guvernului se analizează din perspectiva evitării apariției și creșterii nivelului de îndatorare.

Inspirate din Legea responsabilității fiscale din Noua Zeelandă din 1994, un număr tot mai mare de țări au adoptat documente oficiale denumite „Cadru bazat pe Reguli de Responsabilitate Fiscală (RRF)”, în eng. Fiscal Responsibility Framework (FRF), pentru a aborda limitarea gradului de îndatorare publică și problemele inconsistenței temporale a politicii fiscale [53].

RRF este un termen generic care cuprinde normele de politici, normele de procedură, standardele de transparență și mecanismele de monitorizare și de aplicare a politicilor fiscale și bugetare. Regula de politică fiscală constă dintr-o orientare permanentă asupra unui indicator de performanță, exprimat, de obicei, în valori absolute (stocul datoriei publice) sau fluxuri financiare agregate (împrumuturi, cheltuieli sau unele componente ale acestora), fie ca ținte numerice stabilite în proporție de PIB.

În structura cel mai des întâlnită, regulile privind responsabilitatea bugetar-fiscală prevăd trei referințe: (1) creșterea cheltuielilor BPN nu poate depăși creșterea PIB, (2) nivelul deficitului BPN nu poate depăși cheltuielile capitale și nu poate depăși 3% în PIB și (3) soldul datoriei publice nu poate depăși 60% din PIB. Raționamentul acestor limite reiese din faptul că îndatorarea pune presiuni pe bugetul de stat, și ca urmare pe capacitatea acestuia de a-și îndeplini una dintre funcțiile de bază - aceea de a stabili economia.

În situații de criză, guvernele urmează de obicei politica deficitului bugetar, care ar trebui să ofere un stimulent economiei pentru a ieși din perioada de recesiune a ciclului de afaceri. Pentru o evaluare justă a acțiunilor de politică fiscală expansionistă urmează să fie analizat soldul bugetar ajustat ciclic. Utilizarea acestui indicator va permite aprecierea contribuției politicii fiscale la stabilizarea economiei, cu impact pozitiv la stabilitatea financiară.

Un bun exemplu de RRF este Pactul de stabilitate și de creștere al UE (PSC), care reprezintă un set de norme destinate să garanteze că țările din Uniunea Europeană depun toate eforturile pentru a avea finanțe publice solide și că își coordonează politicile fiscale [28].

Normele prevăzute de PSC au rolul de a *corecta deficitele bugetare excesive sau datoria publică excesivă*. În acest scop, PSC conține obiective privind deficitul (sau excedentul) bugetar, care sunt definite în termeni structurali, ceea ce înseamnă că iau în considerare evoluția ciclului economic și filtrează efectele măsurilor cu caracter excepțional și ale altor măsuri temporare. De asemenea, PSC cere țărilor-membre să se îndrepte spre atingerea unui obiectiv bugetar pe termen mediu (OTM), prin ajustarea deficitelor bugetare structurale, stabilind ca valoare de referință - o rată de 0,5% din PIB pe an [28].

Riscul ce reiese din deficitele bugetare permanente constă în atingerea unui nivel nesustenabil al datoriei publice. Consecințele negative ale creșterii gradului de îndatorare sunt și mai mari în țările în curs de dezvoltare, care au probleme cu finanțarea externă.

În scopul asigurării dezvoltării durabile a finanțelor publice, consolidării disciplinei bugetar-fiscale și asigurării gestionării eficiente și transparente a resurselor financiare publice, în Republica Moldova la 25.07.2014 a fost adoptată „Legea finanțelor publice și responsabilității bugetar-fiscale”, nr. 181 din 25.07.2014, care definește ca prim obiectiv general al politicii bugetar-fiscale - asigurarea disciplinei bugetar-fiscale generale și a stabilității bugetului public național pe termen mediu și lung.

În România Legea responsabilității fiscal-bugetare nr. 69 a fost adoptată în anul 2010, în prezent fiind revizuită și republicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 330 din 14 mai 2015 și are ca obiective principale:

1. asigurarea și menținerea disciplinei fiscal-bugetare, a transparenței și sustenabilității pe termen mediu și lung a finanțelor publice;
2. stabilirea unui cadru de principii și reguli pe baza căruia Guvernul să asigure implementarea politicilor fiscal-bugetare care să conducă la o bună gestiune financiară a resurselor;
3. gestionarea eficientă a finanțelor publice pentru a servi interesul public pe termen lung, asigurarea prosperității economice și ancorarea politicilor fiscal-bugetare într-un cadru durabil [53].

În multe țări, RRF a fost implementat în tandem cu un regim de politică monetară bazată pe reguli, adesea sub forma regimului de țintire a inflației [149;9]. Am precizat acest moment deoarece stabilitatea monetară reprezintă o precondiție a stabilității financiare.

Pe parcursul cercetării nu am întâlnit sintagma „stabilitatea financiară a sectorului extern (a AE-5)”, privită din perspectiva abordată în lucrare.

După părerea autorului, acest concept derivă din conceptul „echilibrul extern în contextul deschiderii economice” și se axează pe rolul atribuit diverselor componente ale balanței de plăți.

FMI operează cu conceptul de stabilitate externă, în engleză *external stability*, referindu-se la „poziția balanței de plăți care nu cauzează și nu este de natură să dea naștere la variații destructive ale cursului de schimb”[142].

În contextul lucrării de față, obiectivul stabilității financiare externe/ stabilității financiare a AE-5, ar fi definit ca fiind capacitatea unei țări de a-și îndeplini obligațiile financiare care decurg din tranzacțiile internaționale, fără ca cursul valutar să fie afectat (în condițiile unui regim de curs valutar flotant).

Nu există un indicator unic consacrat măsurării stabilității financiare externe. În practica economică se utilizează un șir de indicatori pentru a evalua starea sectorului extern, printre care: dimensiunea deficitului de cont curent al BPE, nivelul și stabilitatea cursului de schimb pe piața valutară, nivelul datoriei externe (și fluxul plăților de dobânzi), suficiența rezervelor valutare ș.a.

FMI, de asemenea, menționează și utilizează un șir de indicatori importanți ce caracterizează *vulnerabilitatea externă a sectorului financiar*: datoriile externe brute, pozițiile valutare deschise (dacă sunt semnificative), indicatorii de maturitate și de calitate a necorelării poziției valutare, care includ elementele extrabilanțiere, cum ar fi derivatele[142].

Ilustrarea importanței situației și implicit și a stabilității financiare a gospodăriilor casnice, firmelor și guvernului în cadrul stabilității financiare sistemice a fost realizată prin abordarea bilanțieră a sectoarelor instituționale de către economistul Mark Allen ș.a. în lucrarea „A Balance Sheet Approach to Financial Crisis” [99] (tab. 2.1).

Analiza realizată de Mark Allen, care a lucrat la FMI mai mult de 40 ani, scoate în evidență interdependențele intersectoriale din perspectivă statică, ceea ce adaugă plusvaloare la analizele tradiționale dedicate crizelor bazate pe analiza fluxurilor financiare.

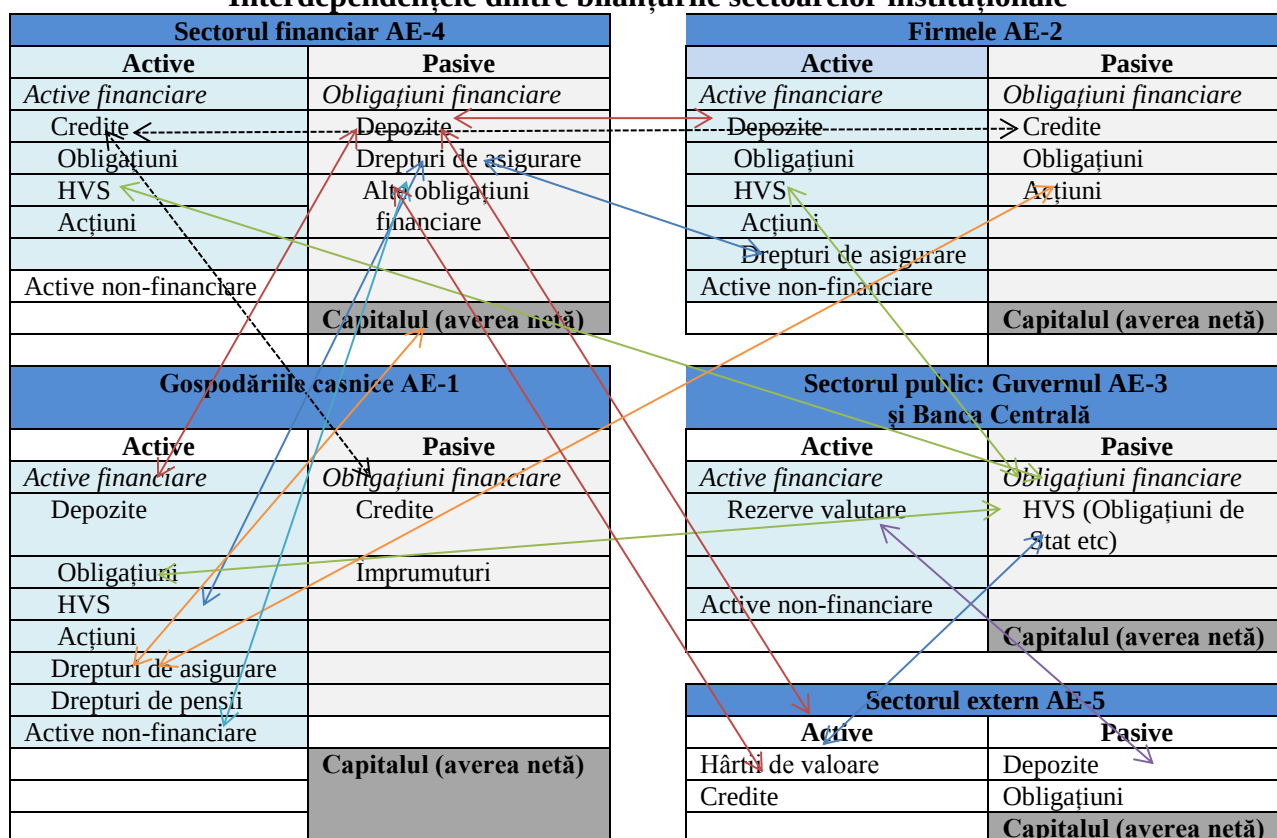
Din analiza tabelului 2.1 rezultă că legăturile financiare între sectoarele instituționale sunt extrem de intense și orice modificare în situația bilanțieră și financiară a unui sector induce modificări ale situației bilanțiere la nivelul celorlalte sectoare.

Interdependențele între stabilitatea financiară a sectoarelor se atestă în diverse studii.

Astfel, reapariția în perioada ante-criză a dezechilibrelor conturilor curente ale BPE din SUA și unele dintre noile state membre ale Uniunii Europene implicate într-un proces de recuperare, a contribuit la revocarea problemei legăturilor dintre deficitele bugetare și deficitele externe.

Cercetarea lui Afonso și Rault [95] s-a focusat pe argumentul că un deficit bugetar duce la un deficit de cont curent, se bazează pe faptul că în condiții de deficit bugetar crește rata dobânzii interne, iar acest lucru atrage capital străin și induce o apreciere a monedei naționale, care, la rândul său, duce la o creștere a deficitului contului curent.

Tabelul 2.1.

Interdependențele dintre bilanțurile sectoarelor instituționale

Sursa: dezvoltat de autor în baza [99].

Efectul este cu atât mai relevant cu cât gradul de deschidere a economiei este mai mare. Mai mult, ideea deficitelor-gemene este strâns legată de argumentul că, dacă economisirea și investițiile nu sunt corelate, atunci deficitul bugetar și deficitul de cont curent tind să varieze în comun.

Sintetizând conceptele și extrasele din cercetări și politicile publice expuse mai sus, autorul constată că **conceptul de stabilitate financiară prevede situația în care agenții economici nefinancieri, individuali și agregați, dețin resurse financiare proprii și atrase suficiente pentru a-și îndeplini funcțiile sociale, economice, politice etc. în condițiile limitării riscului de îndatorare excesivă.**

Specificul pentru sectoare separate este prezentat în tab. 2.2.

Tabelul 2.2

Precizarea conceptelor și aspectelor caracteristice sau asociate stabilității financiare a sectoarelor instituționale nefinanciare

Sectorul instituțional	Esența și înțelesul asociat sau tangențial conceptului de stabilitate financiară
Gospodăriile casnice (AE-1)	Stabilitatea financiară se referă la situația în care gospodăria casnică dispune de mijloace financiare suficiente pentru asigurarea unui nivel de viață decent pentru toți membrii gospodăriei casnice, în absența riscurilor legate de îndatorare excesivă.

Firmele productive nefinanciare (AE-2)	Stabilitatea financiară reflectă gradul de independență de sursele de fonduri împrumutate și presupune excluderea riscurilor de lichiditate și solvabilitate.
Guvernul (AE-3)	Stabilitatea financiară este echivalentă conceptului de responsabilitate fiscală, ce se referă la menținerea sustenabilității pe termen mediu și lung a finanțelor publice și evitarea gradului de îndatorare publică excesivă.
Sectorul extern (AE-5)	Stabilitatea externă ar fi un concept asociat cu capacitatea unei țări de a-și îndeplini obligațiile financiare care decurg din tranzacțiile internaționale în condiții de stabilitate relativă a cursului valutar.

Sursa: elaborat de autor.

În continuarea logicii celor expuse și prezentate mai sus, contribuțiile noastre la dezvoltarea conceptului stabilității financiare, abordată ca **stabilitate financiară sistemică** la nivel de economie națională, propus în prezenta cercetare are la baza o viziune mai complexă asupra „rețetei” stabilității, propunând **adăugarea** în cadrul descris al stabilității financiare financiar a **două elemente: stabilitatea financiară a agenților economici nefinancieri** AE-1, AE-2, AE-3, AE-5 și **interconexiunile** (fig.2.2) urmând să fie gestionată atât asigurarea stabilității fiecărei componente, apoi stabilitatea financiară sub aspect consolidat (stabilitatea sistemică), și în special calitatea conexiunilor: - în interiorul elementelor; - între elemente; - cu celelalte componente ale sistemului economic.

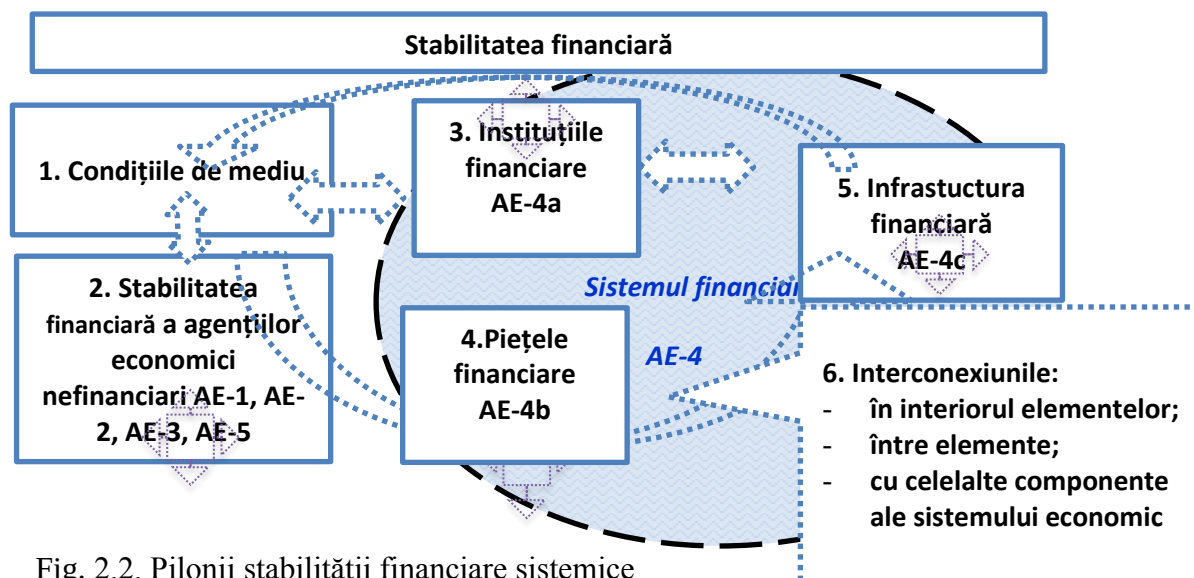


Fig. 2.2. Pilonii stabilității financiare sistemice

Sursa: elaborat de autor.

Stabilitatea instituțiilor financiare și a celorlalți agenți economici trebuie analizată sub aspectul urmăririi stabilității la nivelul instituțiilor individuale, cât și la nivel agregat ținând cont de riscul sistemic, cu monitorizarea șirului de indicatori financiari cunoscuți.

Stabilitatea piețelor financiare este caracterizată în primul rând de stabilitatea prețurilor formate pe acestea, dar și altor indicatori financiari specifici, cum ar fi marja bancară, indicii bursieri etc.

Problema importanței stabilității infrastructurii financiare a fost conștientizată ulterior precedentelor, în prezent fiind tratată insuficient.

Responsabilitatea primară pentru operatorii și supraveghetorii infrastructurii pieței financiare este monitorizarea, gestionarea și diminuarea riscurilor, inclusiv a celui sistemic.

Supravegherea macroprudențială reprezintă principalul instrument al monitorizării stabilității financiare și cel mai eficient la etapa actuală. Pentru buna funcționare a mecanismului, procesul de supraveghere trebuie să aibă caracter continuu.

Așa cum definiția încheie un proces de cunoaștere, propunem următoarea definiție a noțiunii de „*stabilitate financiară*”, enunțând în mod clar „genul proxim” și „diferența specifică” ca să satisfacem cerințele logicii formale: **stabilitatea financiară sistemică este trăsătura sistemului financiar, în care:**

- i) instituțiile și piețele funcționează stabil, astfel sistemul reușind să-și îndeplinească funcțiile de mobilizare a economiilor, alocare adecvată a resurselor și riscurilor, de intermediere a plăților etc.;**
- ii) infrastructura și interconexiunile nu generează blocaje și întârzieri de acțiuni;**
- iii) sistemul are capacitatea de a absorbi dezechilibrele financiare care apar din cauza evenimentelor atât endogene, cât și exogene, semnificative și neanticipate;**
- iv) sistemul este incluziv și facilitează atingerea performanțelor la nivel micro (de agenți economici individuali), mezo și macroeconomic.**

De aici derivă *conceptul de stabilitate financiară sistemică*, care ar reprezenta o însumare a stabilității financiare a tuturor agenților economici agregați. Stabilitatea financiară sistemică nu presupune neapărat și stabilitatea financiară a tuturor agenților economici individuali, ci doar a celor care prezintă importanță sistemică, și a căror instabilitate ar putea afecta simțitor sistemul financiar.

2.2. Contribuții la perfecționarea metodologiei de evaluare a stabilității financiare a agenților economici

Cunoscând istoria dezvoltării economice și continua existență a fluctuațiilor ciclice, considerăm că chiar și în perioadele în care se înregistrează creștere economică și se demonstrează o stabilitate macroeconomică, o atenție deosebită trebuie să fie îndreptată spre identificarea și anticiparea surselor potențiale care ar putea afecta stabilitatea financiară.

Economiștii practicieni și cercetătorii au întreprins ample eforturi de a găsi *metode de măsurare a stabilității financiare*, de a anticipa comportamentul factorilor de risc ai stabilității

financiare și a găsi căi de prevenire a crizelor, iar diseminarea rezultatelor cercetărilor și acțiunilor lor au contribuit la conștientizarea importanței problemei.

Ca urmare cu sprijinul instituțional al FMI și al Băncii Mondiale în anul 1999 a fost lansat **„Programul de Evaluare a Sistemului Financiar” (PESF), în engleză - The Financial Sector Assessment Program (FSAP).**

Evaluările PESF reprezintă responsabilitatea comună a FMI și a Băncii Mondiale pentru țările în curs de dezvoltare și cele emergente și numai a FMI în economiile avansate și includ două componente majore:

- i) evaluarea stabilității financiare a statelor dezvoltate, care este responsabilitatea FMI,
- ii) evaluarea dezvoltării financiare în țările în curs de dezvoltare și emergente, ce reprezintă responsabilitatea Băncii Mondiale [86].

Până în prezent, mai mult de trei sferturi din țările membre ale acestor organizații au fost supuse evaluărilor.

Scopul evaluărilor PESF este dublu:

- de a evalua stabilitatea sectorului financiar;
- de a evalua posibila contribuție a sectorului financiar la creșterea și dezvoltarea economiei.

Pentru a evalua stabilitatea sectorului financiar, echipele PESF:

- examinează stabilitatea și reziliența sectorului bancar și altor sectoare financiare;
- efectuează testele de stres și analizează legăturile între instituțiile financiare, inclusiv la nivel transfrontalier;
- evaluează corespunderea activității băncilor, companiilor de asigurare, și supravegherea pieței financiare cu standardele internaționale acceptate;
- evaluează capacitatea de supraveghere, factorii de decizie politică, și plasele de siguranță financiară pentru a răspunde în mod eficient în caz de stres sistemică[86].

Precizăm că, PESF evaluează „stabilitatea sistemică”, nu starea de sănătate a instituțiilor financiare individuale [135] și nu poate prezice sau preveni crizele financiare, ci doar identifică principalele vulnerabilități care le-ar putea declanșa.

Obiectivul **PESF este identificarea vulnerabilităților potențiale ale sectorului financiar, indiferent că sunt de origine internă sau externă, și ajutarea autorităților naționale să elaboreze și să aplice acele măsuri de remediere care se impun [86].**

Programul pune accent mai mult pe prevenirea și atenuarea crizelor, decât pe soluționarea acestora, urmărind identificarea căilor de dezvoltare a sectorului financiar al țărilor participante și întărirea arhitecturii sistemului financiar internațional.

Pentru analiza și identificarea riscurilor și vulnerabilităților sectorului financiar-bancar, se utilizează diverși indicatori de soliditate (vulnerabilitate) financiară, precum și diverse teste de rezistență macrofinanciară.

Elementele structurale ale stabilității financiare examinate prin acest program sunt:

- gradul de lichiditate a sistemului;
- cadrul instituțional și juridic pentru gestionarea crizelor și recuperarea creditelor;
- gradul de transparență;
- existența obligației de auditare;
- calitatea managementului; etc.

În cadrul acestui proces, PESF permite degajarea unor aprecieri cu privire la modul în care țările membre respectă diverse norme financiare universal valabile, care se înscriu, deci, într-un cadru instituțional și macroprudențial mai vast.

Ca urmare, Rapoartele acordă o atenție deosebită legăturilor dintre soliditatea sistemului financiar și a operațiunilor sale, pe de o parte, și rezultatele macroeconomice, pe de altă parte, propunând politici menite să permită sistemului financiar supus evaluării să reziste la șocuri, să reducă probabilitatea și gravitatea crizelor financiare etc.

Filosofia metodologiei FMI este că în cazul în care sistemul nu îndeplinește cerințele pentru stabilitate financiară, există posibilitatea apariției unor vulnerabilități de natură să genereze „instabilitate financiară”.

Programul PESF presupune parcurgerea a trei etape: ***prima etapă constând în analiza vulnerabilităților***, care ar putea să apară și să pericliteze „*stabilitatea financiară*”.

Identificarea vulnerabilităților se bazează pe analiza și evaluarea riscurilor, acumularea și calcularea unui șir de indicatori caracteristici domeniilor interconectate stabilității financiare (fig.2.3).

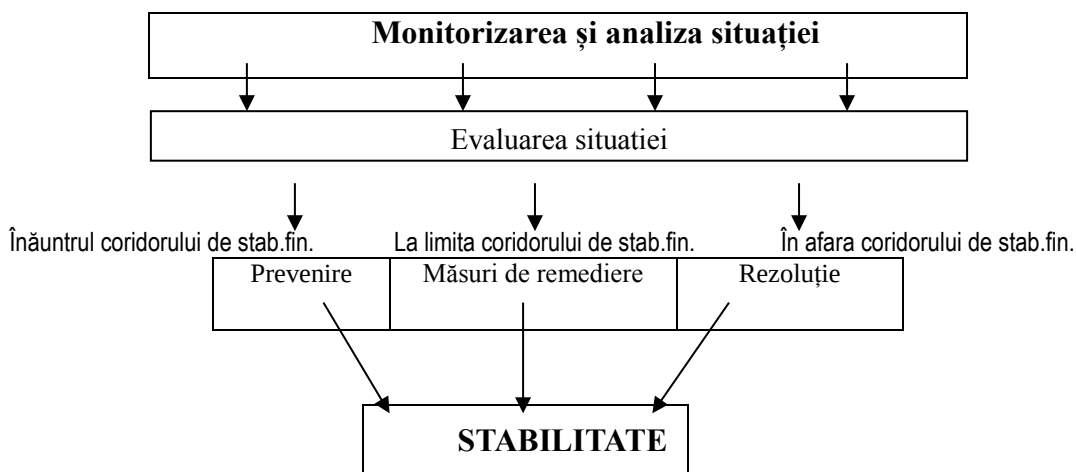


Fig. 2.3. Cadrul general al evaluării gradului de stabilitate financiară
Sursa: elaborat după [86].

Riscurile tradiționale cu care se confruntă instituțiile financiare sunt cele de nerambursare a creditului, de lipsă de lichiditate, de insolvabilitate și de variație a cursului de schimb (riscul valutar). În plus, acestea se pot expune la riscuri operaționale, legale și reputaționale.

Cele mai cunoscute riscuri aferente *piețelor financiare* sunt riscul comercial și riscul de preț.

Vulnerabilitățile rezultate din infrastructură țin de modalitatea de derulare a plăților, riscurile fiind aici specifice fiecărei modalități și fiecărui instrument de plată; de aceea, riscurile respective au implicații contabile și juridice diferite. De regulă, riscurile aferente sistemelor de plăți au un „*efect de domino*”, deoarece afectează un mare număr de instituții, producând pierderi însemnate și degenerând deseori în crize sistemice. Ca urmare, modul de efectuare a plăților și, în general, derularea fluxurilor financiare din economie sunt considerate vehicule prin care instabilitatea se transmite de la o verigă a sistemului financiar la alta.

La etapa a doua urmează evaluarea situației pe domenii și apoi în funcție de valorile calculate ale indicatorilor și poziția față de valorile-prag, ***în cadrul etapei a treia se decide între trei tipuri de acțiuni: prevenire, măsuri de remediere sau rezoluție.***

Calitatea acțiunilor întreprinse urmare a procedurii de evaluare a gradului de stabilitate financiară cu aplicarea PESF are o importanță practică majoră, așa cum măsura în care *vulnerabilitățile* existente nu sunt eliminate prin mecanisme sau măsuri corectoare adecvate, riscurile cu care se confruntă sistemul financiar se răspândesc, amplificându-se și punând în pericol întregul sistem social-economic. Cu alte cuvinte, din riscuri individuale ele devin „*riscuri sistemice*”.

Contribuția autorului la perfecționarea metodologiilor de evaluare a stabilității financiare propuse în prezenta cercetare (a PESF și metodologiilor care au stat la baza elaborării acestora și a celor ce derivă), are la baza viziunea complexă asupra cadrului stabilității financiare expusă în subcapitolul anterior, ce prevede adăugarea în cadrul evaluării stabilității sectorului financiar a stabilității financiare a agențiilor economice nefinanciare AE-1, AE-2, AE-3, AE-5 și calității interconexiunilor între aceștia [71] [58] [167] .

Cadrul conceptual îmbunătățit pentru evaluarea stabilității financiare prevede evaluarea stabilității și rezilienței tuturor grupelor de agenți economici.

În rezultatul cercetărilor consacrate analizei factorilor determinanți ai stabilității financiare cu privire la implicarea, participarea și contribuția agențiilor economice la operațiunile financiare desfășurate de băncile comerciale din Republica Moldova (așa cum sistemele financiare din Republica Moldova și România se caracterizează ca fiind „bank based financial system”),

considerăm necesară evaluarea stabilității financiare în șase sectoare (completând cele cinci sectoare conform practicii FMI de măsurare a stabilității financiare):

- (i) *sectorul real (nivel macroeconomic);*
- (ii) *sectorul public;*
- (iii) *sectorul corporativ(firmelor nefinanciare);*
- (iv) *sectorului financiar (monetar, bancar și nebancar(intermediarii financiari));*
- (v) *sectorul gospodăriilor casnice;*
- (vi) *sectorul extern (doar sub aspectul relațiilor rezidenților țării cu străinătatea).*

Tradițional, măsurarea stabilității agenților economici nefinancieri individuali se bazează pe determinarea a trei indicatori principali:

Tabelul 2.3

Grupele de indicatori de bază ai stabilității financiare		
↓	↓	↓
Indicatori de solvabilitate	Indicatori de lichiditate	Indicatori de profitabilitate

Sursa: elaborat de autor.

Calitatea evaluării stabilității sporește dacă se analizează suplimentar indicatorii de prudență și calitatea activelor.

Estimarea stabilității în fiecare din sectoarele identificate, se efectuează pe bază de seturi de indicatori, **selectați** de autor din Indicatorii de Bază ai Sănătății Financiare adoptați de FMI [188] [prezentați în anexa nr. 4], sau **adaptați** după aceștia, **completați** cu alți indicatori specifici sectoarelor, considerați de autor ca fiind caracteristici stabilității sau prezentând risc sporit de vulnerabilitate asupra stabilității.

Pentru anticiparea capacității de stabilitate și reziliență în viitor, precizăm praguri-critice pentru fiecare indicator (tabelele A5.1-A5.10). ³

Indicatorii ce caracterizează stabilitatea sectorului real sunt abordați din perspectiva unei dezvoltări sustenabile a economiei, care include neapărat și criteriile dezvoltării incluzive și diversificate (acestea fiind ultimele deziderate promovate în cadrul cercetărilor realizate în cadrul FMI și Băncii Mondiale) [141].

Creșterea rentabilității economiei, a economiilor și investițiilor cu siguranță sunt condiții ferme ale sustenabilității stabilității macroeconomice și cu atât mai mult a sporirii rezilienței economiei reale. Cerințele prudențiale în acest sector ar putea fi caracterizate de indicatorii propuși în tab. A5.1.

³ Valorile-prag propuse de autor sunt elaborate în baza unei ample sinteze a lucrărilor și cercetărilor pe tematica stabilității financiare, dintre care o parte indicate în anexa 2, dar cea mai mare parte incluse în lista bibliografică a tezei.

Stabilitatea finanțelor publice înseamnă că statele membre trăiesc din mijloacele proprii și nu acumulează datorii excesive, care să rămână în sarcina generațiilor viitoare de contribuabili. Teoretic, guvernele ar putea să se împrumute masiv pentru a investi și a stimula creșterea economică. Aceasta însă este o măsură pe termen scurt, și plata datoriilor va afecta creșterea economică în viitor [127].

Indicatorii ce caracterizează responsabilitatea fiscală, sau într-un sens mai larg - stabilitatea sectorului public, cuprind caracteristici de ordin cantitativ referitoare la starea datoriei publice internă și externă, suficiența rezervelor valutare (tabelul A5.2), ce permit estimarea calității actului de guvernare corporativă a sectorului public⁴, importantă în special deoarece în statele în curs de dezvoltare și statele emergente, ponderea sectorului public în economie este mare, iar calitatea guvernării acestui sector demonstrează un nivel redus.⁵

Situația sistemului monetar, ca și parte componentă a sistemului financiar, este caracterizată în principal urmărind situația echilibrului monetar și a inflației, dar și amenințărilor la acestea (tab. A5.3). Evaluarea se bazează pe determinarea a doua grupe de indicatori: indicatori ce caracterizează nivelul suficienței rezervelor valutare și indicatorii condițiilor macro financiare pentru buna funcționare a economiei [167].

Cea mai mare contribuție la stabilitatea financiară și reziliența sectorului financiar în întregime o au intermediarii financiari.

Măsurarea stabilității instituțiilor bancare se axează pe un șir de indicatori specifici, descriși în tab. A5.4, prin care se recomandă respectarea/atingerea valorilor prag propuse.

Considerăm important să precizăm câteva aspecte legate de instituțiile de asigurări, care sunt parte a sistemului financiar, dar în particular au un profil distinct în cadrul acestuia. Printre alte diferențe, asigurătorii primesc primele în avans, astfel încât să poată să fie obiect al unor retrageri de fonduri în masă.

În mod tradițional, scopul principal de asigurare este de a despăgubi asigurații (persoane fizice și corporații) din preteziile asociate cu evenimente adverse (de exemplu, pagube materiale, moartea prematură etc.), precum și pentru a oferi fonduri financiare stabile pe termen lung, inclusiv pensionarilor pe parcursul vieții după pensionare și altor asigurați. Diversificarea riscului este principalul instrument utilizat în procesul de asigurare. Diversificarea are loc prin

⁴ Dar și întreprinderilor cu capital public.

⁵ Probabil este elocvent să recunoaștem că situația din sectorul bancar din Republica Moldova reprezintă cel mai recent exemplu, ce caracterizează calitatea guvernărilor sectorului public, reieșind din lacunele procedurii acordării asistenței financiare – a condițiilor creditelor acordate de BNM și acordării garanției de stat pentru acestea. Acesta este unul dintre exemplele ce justifică includerea grupului separat de indicatori specifici sectorului public, ce ar caracteriza calitatea guvernărilor sectorului public, în cazul dat reieșind din lacunele procedurii acordării asistenței financiare – a condițiilor creditelor acordate de BNM și condițiilor garanției de stat pentru acestea.

punerea în comun a riscurilor asiguraților, prin asigurarea unei game largi de titulari ai polițelor de asigurare, prin subscriere în diferite zone geografice și a diferitor tipuri de riscuri. Pentru riscul care rămâne după diversificare, sunt utilizate tehnici de atenuare suplimentare, inclusiv de reasigurări, de acoperire etc.

Prin urmare impactul instabilității instituțiilor de asigurări reiese din interconexiunea dintre acestea cu restul instituțiilor financiare.

Piețele financiare stabile și reziliente neapărat trebuie să manifeste precauție vis-a-vis de evoluția indicilor bursieri și circulația instrumentelor financiare derivate, iar evoluțiile acestora se estimează în baza indicatorilor și valorilor-prag incluse în tab. A5.5 (Anexa 5).

Rolul sectorului de afaceri /corporativ în economia reală este major. Funcția principală a sistemului financiar fiind facilitarea activităților economice prin finanțarea sectorului corporativ, plasează stabilitatea acestuia (a sectorului financiar) într-o relație direct dependentă de stabilitatea financiară a agenților economici din sectorul corporativ nefinanciar [71]. Indicatorii ce ar releva stabilitatea firmelor producătoare sunt expuși în tab. A5.6.

Importanța gospodăriilor casnice în sistemul economic derivă din două cele mai importante funcții ale acestora: furnizor de economii (sub forma de fonduri financiare) și consumator final al bunurilor și serviciilor produse de agenții economici (și astfel generator de fluxuri financiare importante).

Stabilitatea gospodăriilor casnice este influențată de nivelul veniturilor, cheltuielilor și datoriilor acestora, a căror evaluare relativă este posibilă cu aplicarea indicatorilor expuși în tab. A5.7.

În recomandările organismelor financiare internaționale și literatura de specialitate agentul economic – Sectorul Extern este tratat în mare măsură mai evaziv, și pentru acesta nu sunt stabiliți indicatori sau criterii pentru stabilitatea financiară.

Autorul propune un sistem minim și recomandă valori-prag pentru evaluarea sectorului extern din perspectiva impactului posibil asupra sectoarelor economice interne (tab. A5.8). Argumentarea a doi dintre indicatorii expuși, ce privește creșterea economică pozitivă reiese din interconexiunile pe care le avem cu străinătatea, urmărind stabilitatea cererii de import, din partea țărilor străine, pentru mărfurile autohtone și invers. Iar dezideratul privind lipsa de crize bancare are la bază raționamentul că, în cazul crizelor bancare de proporții, în statele partenere e posibil ca investitorii din țările de origine să își retragă investițiile sau țările respective să stopeze asistența externă.

În ceea ce privește următorul element al stabilității financiare (conform fig. 2.2) - interconexiunile sau interconectarea se definesc ca „legăturile cu celelalte componente ale

sistemului” și în cazul sistemelor bancare precum și sistemelor de asigurări, ce se pot materializa în expuneri ale unei componente față de altă componentă a sistemului, astfel interconexiunile reprezintă canale prin care se pot transmite riscurile, dar și impulsurile politicilor dorite.

O modalitate de a măsura interconexiunile, este redată în principal de mărimea activelor și pasivelor sistemului intra-financiar, măsurarea activelor și obligațiunilor adresate firmelor nefinanciare, persoanelor fizice și străinătății.

Interconexiunile dintre elementele implicate în fenomenul stabilității financiare cu efect consolidant asupra stabilității financiare presupun lipsa obiectivelor conflictuale, a concurenței nesănătoase și calitatea înaltă a canalelor de transmisie a informației și a efectelor acțiunilor politicilor economice.

Evaluarea *calității interconexiunilor în interiorul elementelor, între elementele sistemului financiar și celelalte componente ale sistemului economic* este posibil de realizat cu utilizarea de indicatori specifici și de măsurat intervalul de timp în care se transmit impulsurile politicilor economice sau impulsurile induse de modificarea situației bilanțiere, fie riscurile unui agent economic asupra celorlalți, sau de la un sector la altul, dar și intensitatea cu care se transmit aceste impulsuri.

Metodologia descrisă pe parcursul capitolului trebuie în permanență completată și perfecționată reieșind din schimbările și mutațiile apărute în funcționarea sistemului economic și dezvoltarea socială, așa cum la nivel de sistem economic în ansamblu, dar și sectoare componente, este importantă și măsurarea șocurilor, a elasticităților (rezilienței/rezistenței sistemului) și a ciclicității sau prociclicității grupelor de agenți economici (care arată cu cât contribuie sistemul la modificarea nivelului PIB real).

Începând cu anul 2011 Fondul Monetar Internațional cu o *periodicitate semestrială* – în lunile aprilie și octombrie, publică pe site-ul său datele statistice privind valoarea indicatorilor sănătății financiare ai FMI (specificați în anexa 4) pentru toate statele membre a FMI [140].

Bunele practici de guvernare prevăd ca statele lumii să elaboreze Rapoarte periodice privind stabilitatea financiară, care să fie aduse la cunoștință publicului larg.

În România, începând cu anul 2006, anual, în luna septembrie, se publică Rapoarte asupra stabilității financiare [78]. Rapoartele conțin evaluarea contextului economic și financiar, intern și internațional, din perspectiva stabilității financiare, evaluarea evoluțiilor și stabilității sectorului real, a sistemului financiar, a infrastructurii sistemului financiar, a cadrului de reglementare și politicile macroprudențiale și spre exemplu în anul 2015 a fost inclusă și secțiunea specială -sustenabilitatea datoriei publice a României.

Rapoarte similare publică toate statele membre ale Uniunii Europene la solicitarea BCE.

În Republica Moldova, până în prezent nu au fost publicate rapoarte privind stabilitatea financiară.

Necesitatea publicării periodice de Rapoarte asupra stabilității financiare se califică drept un instrument „derivat” al politicilor economico-financiare cu efect psihologic, care contribuie la menținerea încrederii publicului în instituțiile financiare, astfel favorizează implicit stabilitatea financiară a acestor instituții și ca rezultat și a sistemului financiar în întregime.

Cu toate că, referitor la impactul pozitiv al publicării rapoartelor există și păreri sceptice, așa cum în cazul în care rapoartele ar conține informații la un nivel sporit de risc, aceasta ar putea amplifica vulnerabilitatea sistemului financiar.

În ceea ce privește AE-1, AE-2, AE-3, AE-5, constatăm că agregarea stabilității financiare a acestora la nivel de sector instituțional nu se realizează și ca urmare, problematica nu ajunge să fie discutată la nivel guvernamental (pentru AE-1 și AE-2), nu este inclusă în politicile publice și nu este dezbătută detaliat în cercetările macroeconomice, fapt cu care autorul nu este de acord.

2.3. Analiza stabilității financiare a agenților economici din Republica Moldova și România

Analiza stabilității financiare a agenților economici din Republica Moldova și România se va concentra preponderent pe sectorul bancar, fapt ce corespunde cu cercetările științifice consacrate analizei stabilității financiare, dar și reieșind din importanța sectorului bancar în economiile supuse analizei. Nu în ultimul rând, analiza mai restrânsă a stabilității financiare a sectoarelor instituționale - gospodăriile casnice și firmele nefinanciare se datorează lipsei de date statistice privind activitatea economică și situațiile bilanțiere ale acestora.

Pentru crearea unei imagini de ansamblu asupra sistemelor financiare ale ambelor state, ne vom referi, de asemenea, la structura și nivelul de competiție în sectoarele financiare.

În Republica Moldova gradul de intermediere financiară are un trend crescător, înregistrând descreșteri în timpul recesiunilor: în timpul crizei regionale din 1998 și urmare a crizei financiare globale din 2008 (fig. 2.4).

Urmărind graficul observăm variația permanentă a gradului de intermediere financiară, coeficientul de determinare a liniei de trend liniar pentru perioada 1994-2013 în valoare de 0,8929, fiind mai mare decât a PIB-ului pentru aceeași perioadă. Existența acestei diferențe a coeficienților de determinare R^2 sugerează faptul că tendința de creștere a gradului de intermediere financiară în Republica Moldova este influențată în proporții mai reduse de variațiile economiei.

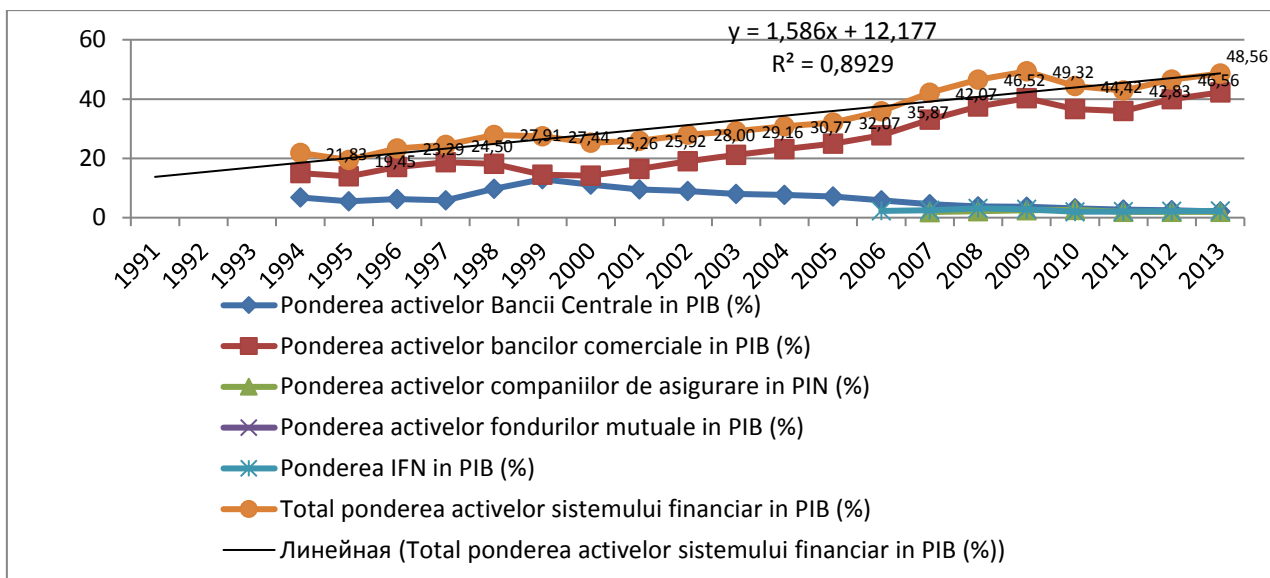


Fig. 2.4. Evoluția gradului de intermediere financiară în Republica Moldova, % (calculat ca pondere a activelor instituțiilor financiare în PIB)

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNM, CNPF și BM. Disponibil online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, www.bns.md

Graficul din figura 2.5 prezintă evoluția structurii sistemului financiar al Republicii Moldova, determinată în funcție de ponderea activelor instituțiilor financiare în PIB.

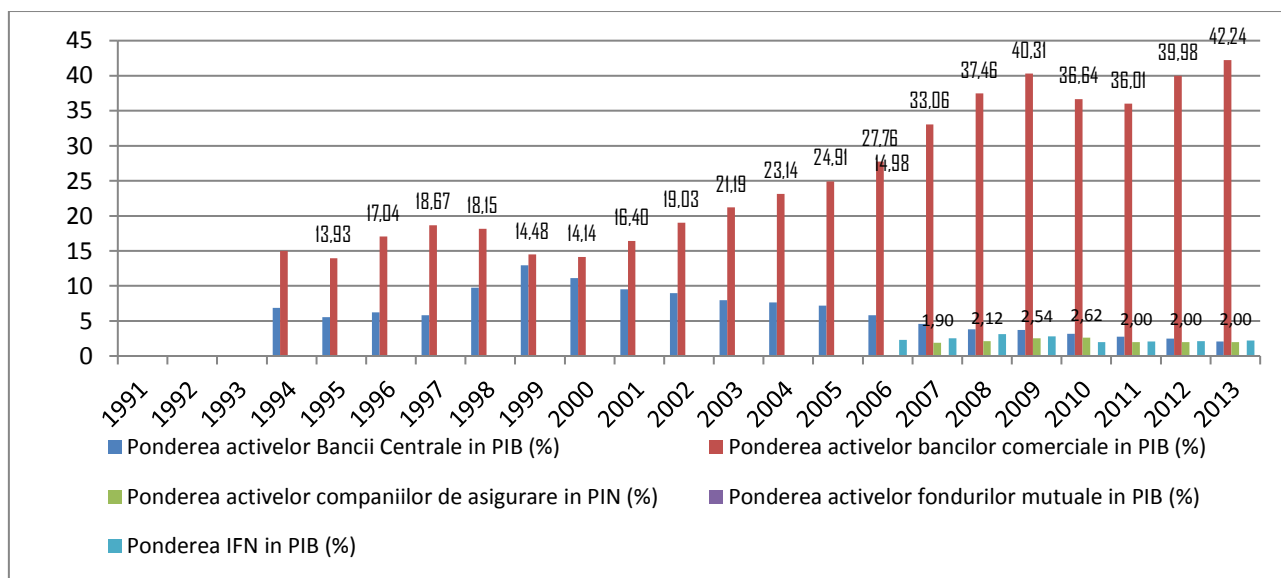


Fig. 2.5. Evoluția structurii sistemului financiar al Republicii Moldova, % (calculat ca pondere a activelor diferitor instituții financiare în PIB)

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNM, CNPF și BM. Disponibil online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, www.bns.md

Sistemul financiar moldovenesc este în continuare caracterizat de rolul central al sectorului bancar, ale cărui active dețin cea mai mare cotă în PIB. Ponderea acestora are trend crescător, către anul 2013 atingând valoarea de 42,24% - cea mai mare din perioada analizată. Observăm, de asemenea, trei puncte de cotitură ale trendului în anii 1995, 1999 și 2010, în toate cazurile indicatorul revenind la tendința de creștere, descreșterea având ca durată - 1 an în 1995 și câte 2

ani în 1999 și 2010. Am inclus în grafic și cota activelor băncii centrale (precizând că banca centrală nu îndeplinește funcția de intermediere financiară) cu scopul de a constitui un punct de referință pentru a analiza, mai exact, nivelul intermedierei financiare realizate de bănci: scăzând din activele băncilor comerciale activele băncii centrale (care reprezintă în cea mai mare parte creditele acordate băncilor comerciale). Deci, observăm o tendință de descreștere continuă a activelor băncii centrale, ceea ce ar însemna că pasivul băncilor comerciale conține tot mai puține credite ale băncii centrale, fapt ce se apreciază pozitiv. De asemenea, remarcăm evoluțiile modeste ale activelor celorlalte sectoare financiare, cum ar fi IFN și companiile de asigurări.

Structura acționariatului băncilor din perspectiva apartenenței străin/autohton indică posibile influențe exterioare asupra stabilității financiare a sistemului bancar și, de fapt, reprezintă și gradul de conectare a sistemului bancar moldovenesc cu sistemul bancar internațional.

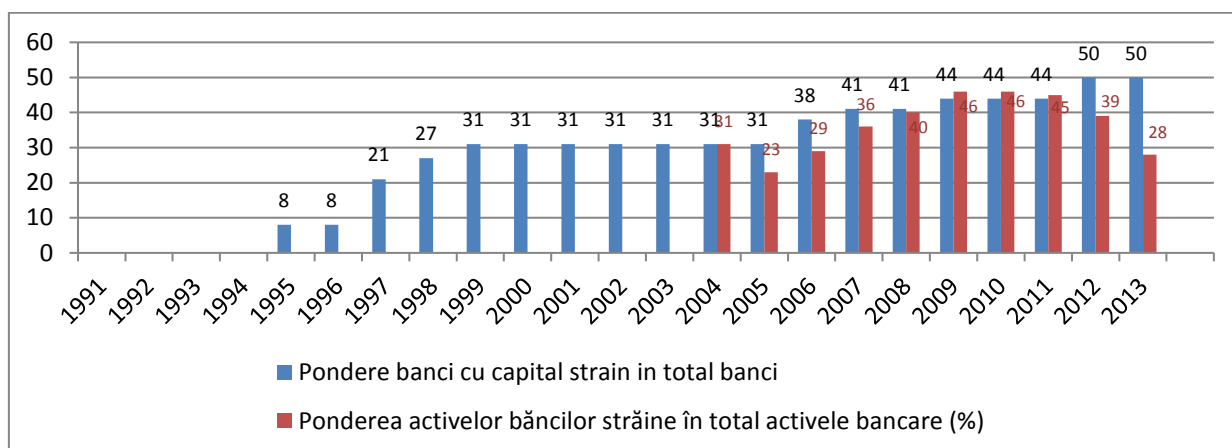


Fig. 2.6. Evoluția ponderii băncilor cu capital străin în numărul total de bănci și a activelor acestora, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNM, BM. Disponibil online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, www.bns.md

Analiza datelor disponibile indică asupra creșterii ponderii băncilor cu capital străin în perioada 1994-2013. La sfârșitul anului 2013 în Republica Moldova activau 14 bănci comerciale, dintre care: 7 cu capital majoritar privat străin, 7 cu capital majoritar privat moldovenesc (fig. 2.6). Factorul pozitiv identificat este reducerea, după anul 2010, a ponderii activelor bancare ale băncilor cu capital străin în totalul activelor bancare.

Completînd datele analizate cu informațiile referitoare la situația prezentă din sistemul bancar moldovenesc din anii 2014 și 2015, legată de delapidările excesiv de mari, ce au cauzat lichidarea a 3 bănci în anul 2015, putem concluziona că în prezent expunerea sistemului bancar la vulnerabilitățile externe este sporită și în cazul unor crize bancare în exterior, crește riscul de contagiune a sectorului bancar al Republicii Moldova, din cauza modificării comportamentului investitorilor străini și iminența retragerii de lichidități din băncile din Republica Moldova.

Un alt criteriu important pentru stabilitatea financiară este nivelul concurenței în sectorul bancar.

Sistemul bancar moldovenesc prezintă un nivel de concentrare moderat, reflectat atât de cota de piață în funcție de active, deținută de primele cinci bănci din sistem (95,35% în 2013), cât și de indicele concentrării bancare calculat în funcție de activele la primele trei bănci din sistem, care este în creștere la sfârșitul anului 2013 (74,54% față de 62,70% în anul 2007).

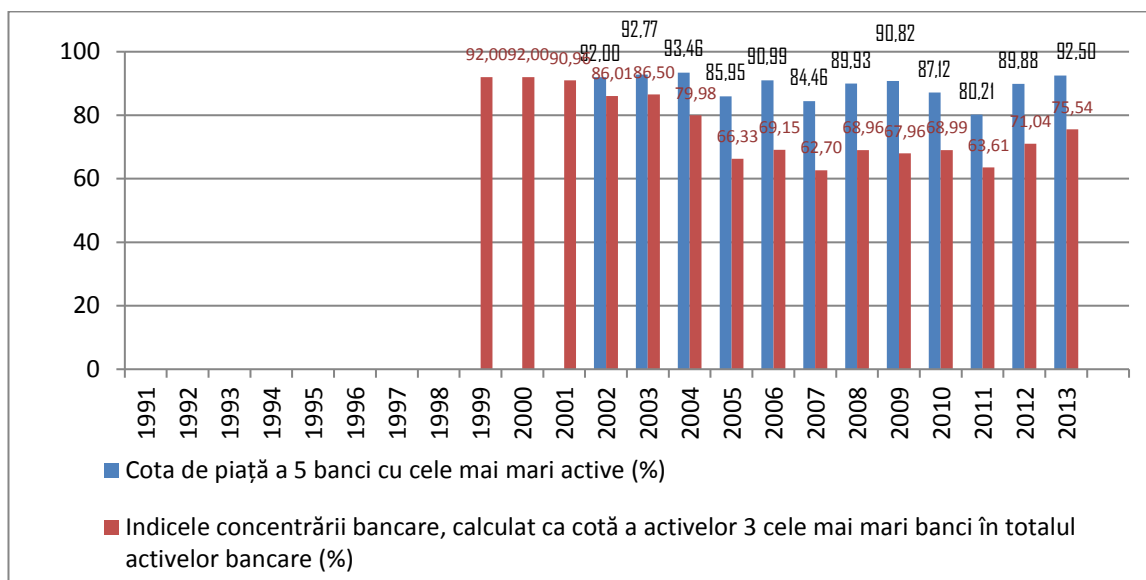


Fig. 2.7. Evoluția indicelui concentrării bancare și a cotelor de piață ale primelor cinci bănci, calculate conform ponderii activelor acestora în total active bancare, Republica Moldova %.

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNM, BM. Disponibil online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, www.bns.md

Și în România gradul de intermediere financiară, determinat ca pondere a activelor sistemului financiar în PIB a înregistrat un trend crescător, începând cu anul 2009, în contextul accelerării ritmului creșterii economice. Ritmul de creștere a intermedierei financiare a devenit mai lent (fig. 2.8).

În anul 2013 gradul de intermediere financiară în România, calculat ca pondere a activelor instituțiilor financiare în PIB, constituia aproximativ 65% din PIB, în Republica Moldova valoarea acestuia constituia doar 48%. Cu coeficientul de determinare R^2 al trendului gradului de intermediere financiară în România de 0,815 se constată o creștere anuală cu 2,44%.

În această situație, politicile autorităților trebuie să asigure un cadru favorabil impulsiei intermedierei financiare, inclusiv prin evitarea unor măsuri care ar putea distorsiona rolul instituțiilor financiare în societate.

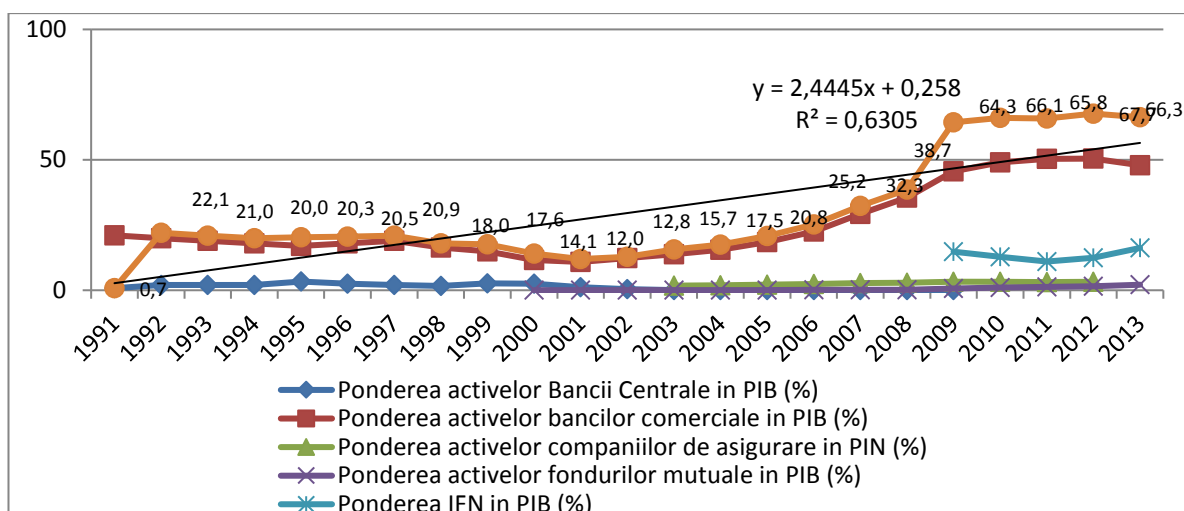


Fig. 2.8. Evoluția gradului de intermediere financiară în România, % (calculat ca pondere a activelor diferitor instituții financiare în PIB)

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a Românie și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Analizînd structura sistemului financiar românesc, bazîndu-ne pe indicatorul activele instituțiilor financiare deducem aceeași concluzie ca și în cazul Republicii Moldova – că sistemul financiar este caracterizat de rolul central al băncilor comerciale, începînd cu anul 2004 se activează fondurile mutuale, iar ponderea activelor companiilor de asigurare este în scădere.

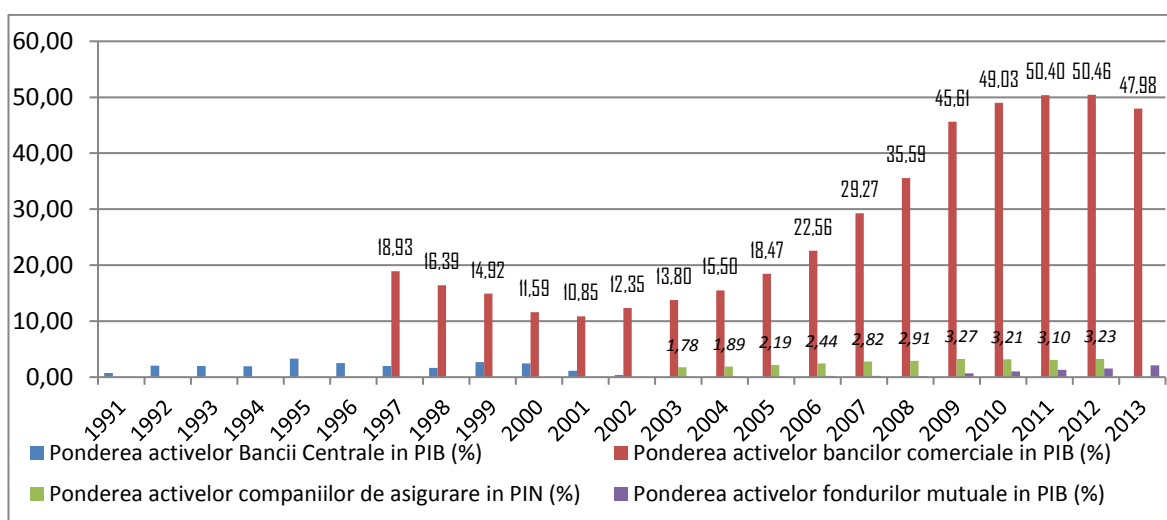


Fig. 2.9. Evoluția structurii sistemului financiar al României, % (calculat ca pondere a activelor diferitor instituții financiare în PIB)

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

În anul 2014 sistemul financiar din România rămîne dominat de sectorul bancar, care deține o pondere de circa 78 la sută din activele totale, urmat de fondurile de investiții cu 7,9 la sută, IFN cu 5,9 la sută, fondurile de pensii și societățile de asigurare cu 3,7 respectiv 3,5 la sută.

Sistemul financiar românesc este supus într-o mare măsură vulnerabilităților sectorului financiar extern așa cum numărul băncilor cu capital străin depășește 80 la sută (fig. 2.104).

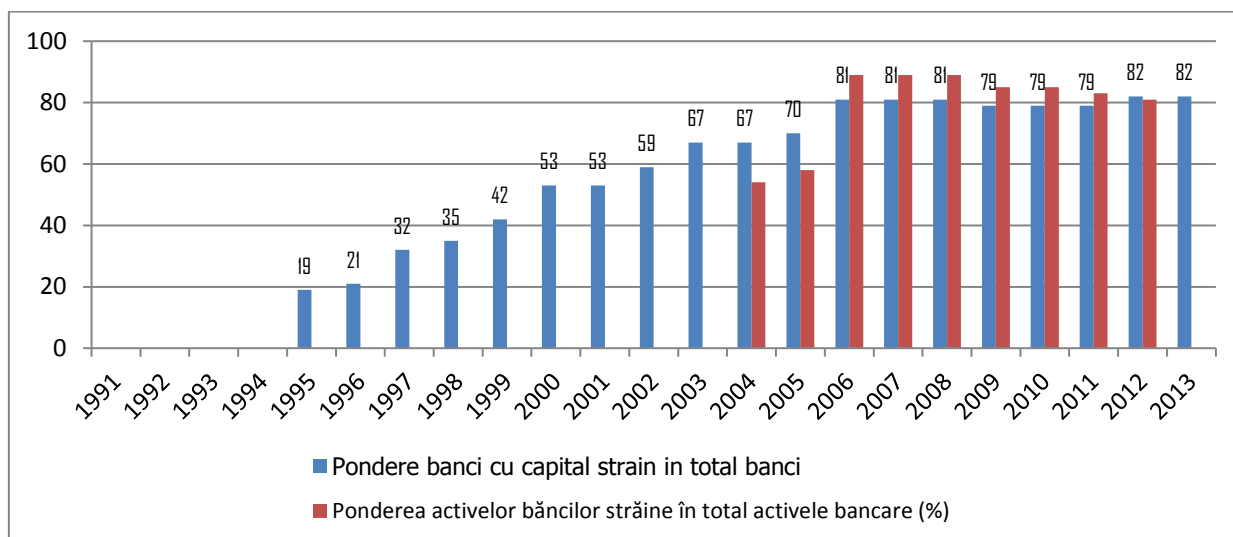


Fig. 2.10. Evoluția ponderii băncilor cu capital străin în numărul total de bănci și a activelor acestora în România, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Cota de piață, determinată în funcție de valoarea activelor grupei băncilor cu capital majoritar străin, la fel ca și în Republica Moldova, este mare – aprox. 80 la sută începând cu anul 2006, nivel ce se menține cu mici variații până în prezent.

Gradul de concentrare a sectorului bancar românesc rămâne la nivel moderat, situat ușor sub media europeană (fig.2.11).

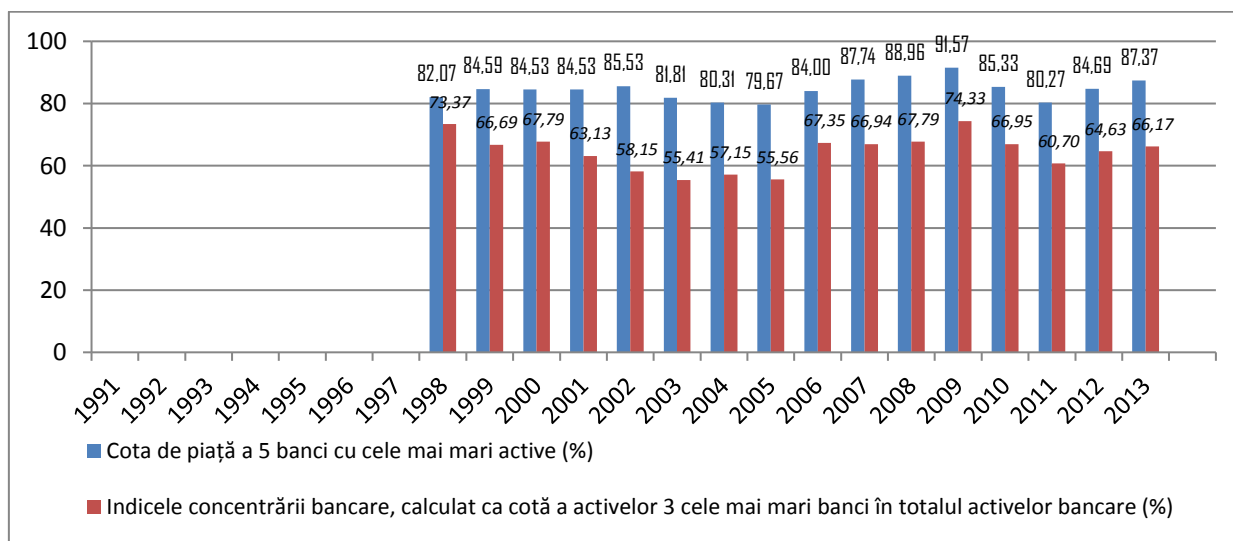


Fig. 2.11. Evoluția indicelui concentrării bancare și a cotelor de piață ale primelor cinci bănci, calculate conform ponderii activelor acestora în total active bancare în România, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Cota de piață a primelor 5 bănci din sistem în funcție de active în anul 2008 depășește 80 la sută pe parcursul anilor 1998-2013, în anul 2009 atingând cota maxima de 91,57%.

Nemijlocit analiza stabilității financiare a grupelor de agenți economici se bazează pe unii indicatori selectați din sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare expuși în subcapitolul 1 din lucrare. Principalul criteriu de selectare a indicatorilor este disponibilitatea datelor statistice oficiale.

Cel mai important indicator al stabilității sistemului bancar este capitalizarea. Sectoarele bancare din statele analizate sunt caracterizate de un nivel adecvat al indicatorilor de capitalizare, inclusiv ca urmare a utilizării proactive de către băncile centrale a instrumentelor de reglementare și supraveghere prudențială.

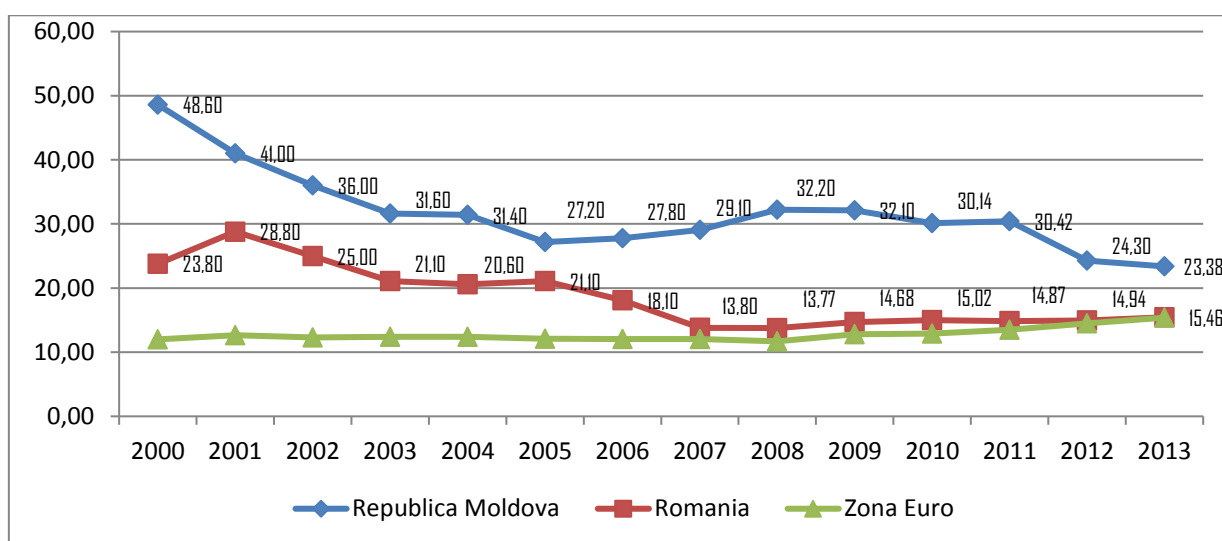


Fig. 2.12. Evoluția indicatorilor de adecvare a capitalului ⁶în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Indicatorul suficienței capitalului bancar are tendință descrescătoare în Republica Moldova, valoarea acestuia scăzând din anul 2008 când înregistra 48% către 23% spre sfârșitul anului 2013, ceea ce indică un nivel înalt, ce depășește cu aprox. 50% nivelul reglementat. În România și țările din zona euro rata suficienței capitalului variază în jurul normei reglementate. Nivelul sporit de capital se apreciază pozitiv, așa cum permite o capacitate ridicată de acoperire a pierderilor, fapt ce joacă un rol esențial în contextul cadrului macroeconomic caracterizat de rate de dobândă scăzute și accentuarea concurenței. În același timp, un nivel prea înalt al indicatorului arată existența pierderilor de eficiență.

⁶ Determinată prin raportarea capitalului normativ total către activele ponderate la risc .

Indicatorul „efect de pârghie”/efectul de levier calculat pentru sectoarele bancare din statele analizate se menține la un nivel adecvat (mai mare decât 8,0 la sută), ca urmare a majorărilor consistente de capital efectuate de acționari (fig. 2.13).

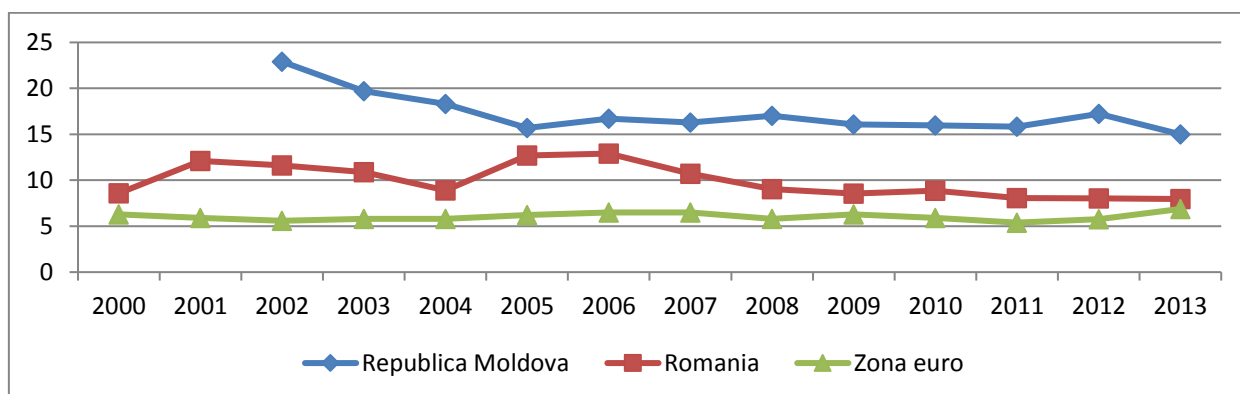


Fig. 2.13. Evoluția ratei capitalului către active („efectul de pârghie”) în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor statistice oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

„Efectul de pârghie”, determinat prin raportarea capitalului bancar la active, are tendință descrescătoare în Republica Moldova, în România și UE înregistrează o variație continuă în apropierea limitei legislative.

Justificarea acestei concluzii are la bază faptul că indicatorul „Rata capitalului către active” s-a dovedit unul cu impact sporit asupra stabilității financiare în ansamblu, drept urmare *legislația europeană prevede obligativitatea utilizării acestui indicator ca instrument macroprudențial, în vederea diminuării riscului de îndatorare excesivă, începând cu anul 2018.*

În perioada analizată, Băncile Centrale din statele analizate au continuat să susțină procesul de reluare a creditării sectorului real, prin instrumentele specifice politicii monetare: a) reducerea ratelor dobânzii de politică monetară, ca semnal pentru băncile comerciale, în sensul reducerii costului creditării în moneda națională concomitent cu procesul de îmbunătățire a cadrului macroeconomic intern; b) reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor instituțiilor de credit, cu obiectivul de a majora volumul resurselor disponibile pentru creditarea economiei reale.

Analiza indicelui lichidității, determinat prin raportul dintre activele lichide și depozite și datorii pe termen scurt ale băncilor comerciale, înregistrează trend descrescător în toate statele supuse analizei.

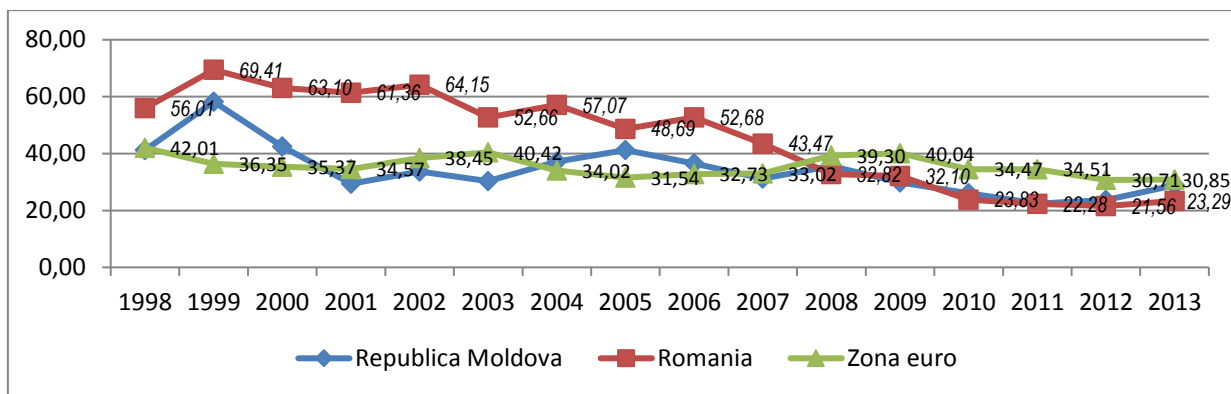


Fig. 2.14. Evoluția indicelui lichidității bancare în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Analiza cifrică a situației demonstrează că cea mai drastică descreștere a lichidității este înregistrată în România: de la 69% în anul 1999 la 23% în anul 2013. Apreciem că în perioada 1999-2006, nivelul înalt de lichidități influența negativ eficiența.

În Republica Moldova indicele lichidității, de asemenea, are trend descrescător.

În ambele state scăderea se înregistrează drept urmare a crizei financiare internaționale din 2008, spre deosebire de situația la nivelul zonei euro, unde nu s-a înregistrat scăderea lichidității în sectorul bancar, fapt care s-a datorat bunei intervenții a băncii centrale care a injectat suficiente lichidități pe piață.

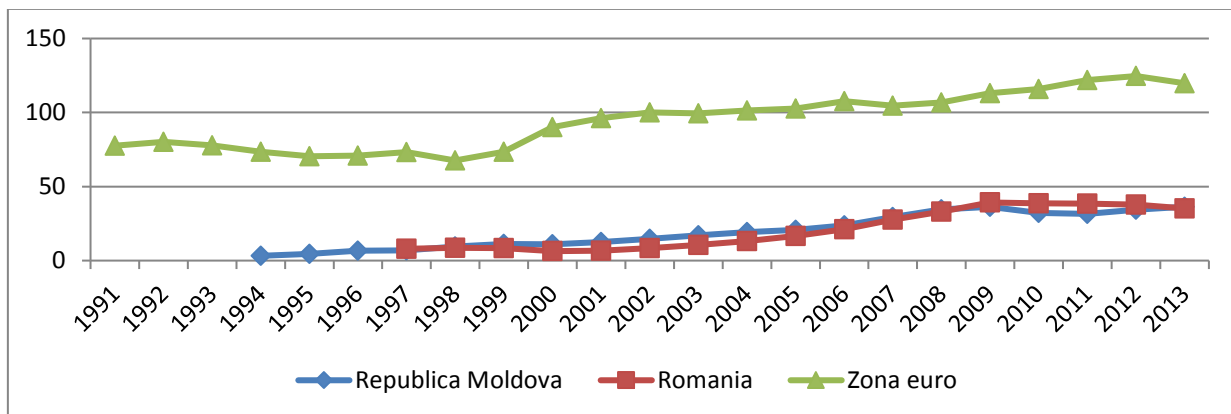


Fig. 2.15. Evoluția ponderii creditelor acordate firmelor în PIB în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

În perioada supusă analizei s-au consemnat următoarele evoluții ale creditului acordat sectorului privat:

- în toate țările analizate indicatorul are tendință de creștere, ceea ce se apreciază pozitiv din perspectiva contribuției sectorului bancar la susținerea dezvoltării economice;

- în Republica Moldova și România sunt înregistrate niveluri modeste ale creditării(sub 20% în 2013) în linie cu cele consemnate în țările zonei euro (de peste 120% în 2013) (fig. 2.15).

Indicatorul „Stocul de active neperformante” reprezintă un factor determinant important al stabilității, așa cum stocul semnificativ de active neperformante afectează direct capacitatea băncilor de a constitui amortizoare suplimentare de capital, concomitent cu asigurarea fluxului de credite către economia reală, ceea ce produce efecte de natură sistemică [115].

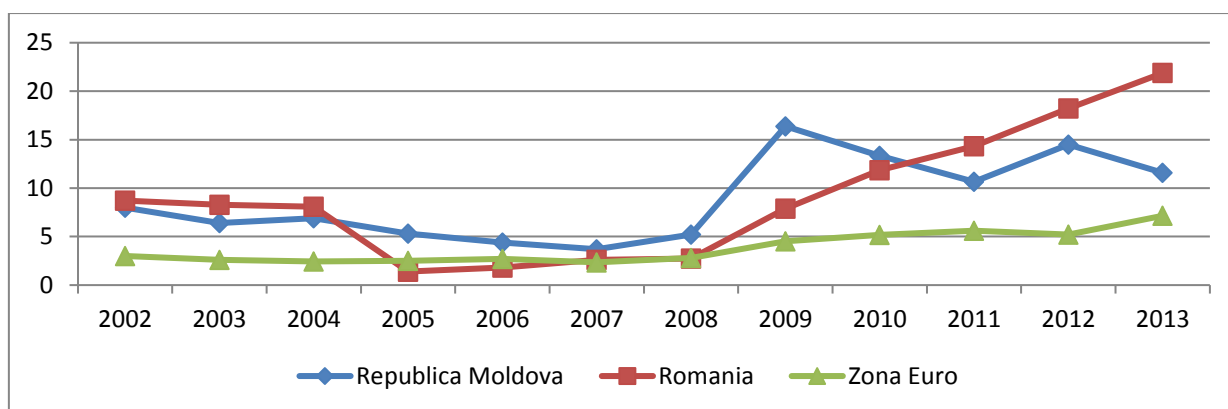


Fig. 2.16. Creditele neperformante la nivel agregat în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Volumul creditelor neperformante a crescut semnificativ în toate statele analizate, în România depășind chiar 20 la sută.

Trebuie să menționăm că în anii 2014-2015, Banca Națională a României a solicitat instituțiilor de credit să elaboreze politici contabile care să vizeze operațiunile de reducere directă a valorii creditelor nerecuperabile acoperite integral sau parțial cu ajustări pentru depreciere.

Procedura aplicată de bănci în acest scop - procesul de curățare a bilanțurilor - a fost efectuat sub forma operațiunilor de reducere directă a valorii creditelor nerecuperabile acoperite integral sau într-o proporție ridicată cu ajustări pentru depreciere.

Deja la sfârșitul anului 2015, în România calitatea portofoliilor de credite a ajuns la un nivel comparabil cu media europeană, în timp ce în Republica Moldova, la nivel agregat situația s-a agravat, din cauza creditelor neperformante și neasigurate acordate de cele trei bănci lichidate (BC "Banca de Economii" S.A., BC "Banca Socială" S.A. și BC "Unibank" S.A.).

În același timp, gradul de acoperire a expunerilor neperformante cu provizioane s-a situat semnificativ îmbunătățit în comparație cu anul 2002, către sfârșitul anului 2013 atingând un nivel relativ stabil, aproximativ 85 la sută în România și 60 la sută în Republica Moldova.

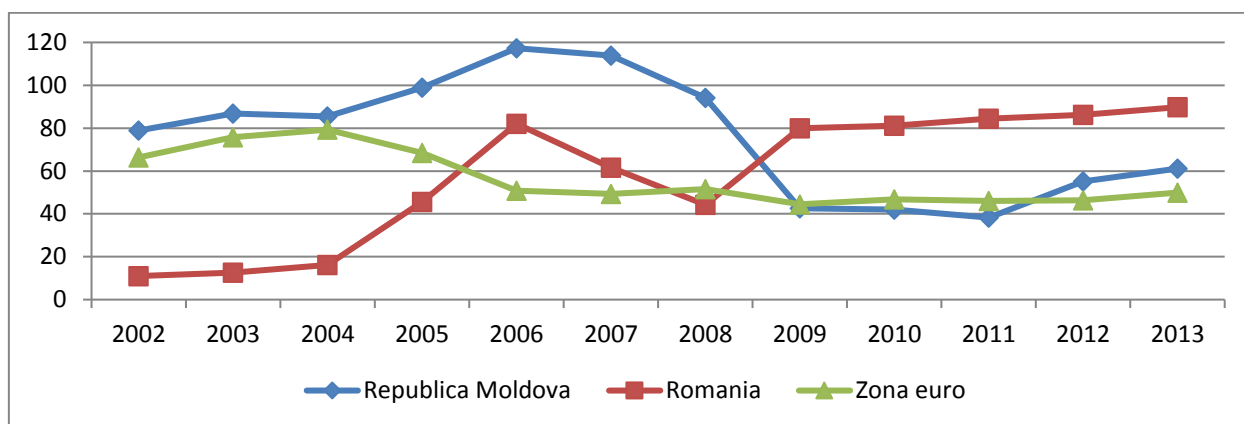


Fig. 2.17. Provizioanele pentru creditele neperformante la nivel agregat în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Analiza datelor din fig. 2.17 permit să declarăm că eventualele pierderi neașteptate care ar putea apărea ca urmare a manifestării riscului de credit pot fi acoperite de rezerve consistente de capital de care dispun instituțiile de credit din România și Republica Moldova.

Analiza riscului de default demonstrează o reducere continuă a indicelui Z-score pentru băncile din țările analizate (fig. 2.18), fapt ce sugerează o perspectivă pozitivă sub aspectul stabilității financiare.

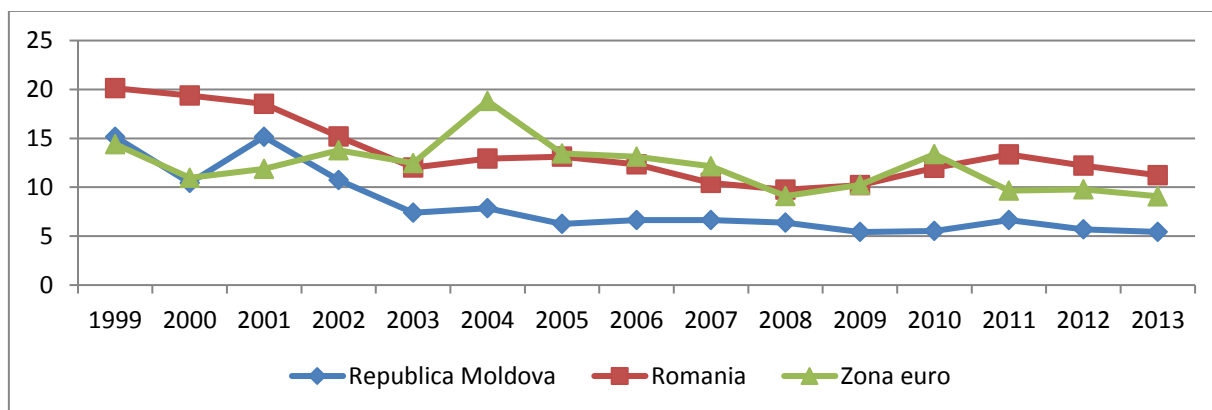


Fig. 2.18. Evoluția indicelui Z-score (a probabilității de default a băncilor, indicator agregat) în Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

În contextul cercetării stabilității financiare considerăm important să analizăm și evoluția indicatorilor ce caracterizează eficiența sistemelor bancare, așa cum considerăm că, capacitatea de a obține profit și nivelul profiturilor reprezintă sursa stabilității în viitor.

Principalii indicatori ce caracterizează eficiența sunt ROA și ROE. În perioada analizată profitabilitatea sectoarelor bancare a avut o evoluție sinuoasă.

În acest context, valorile principalilor indicatori de profitabilitate ai sectorului bancar (ROA și ROE) au înregistrat tendință de scădere continuă, ceea ce se apreciază negativ.

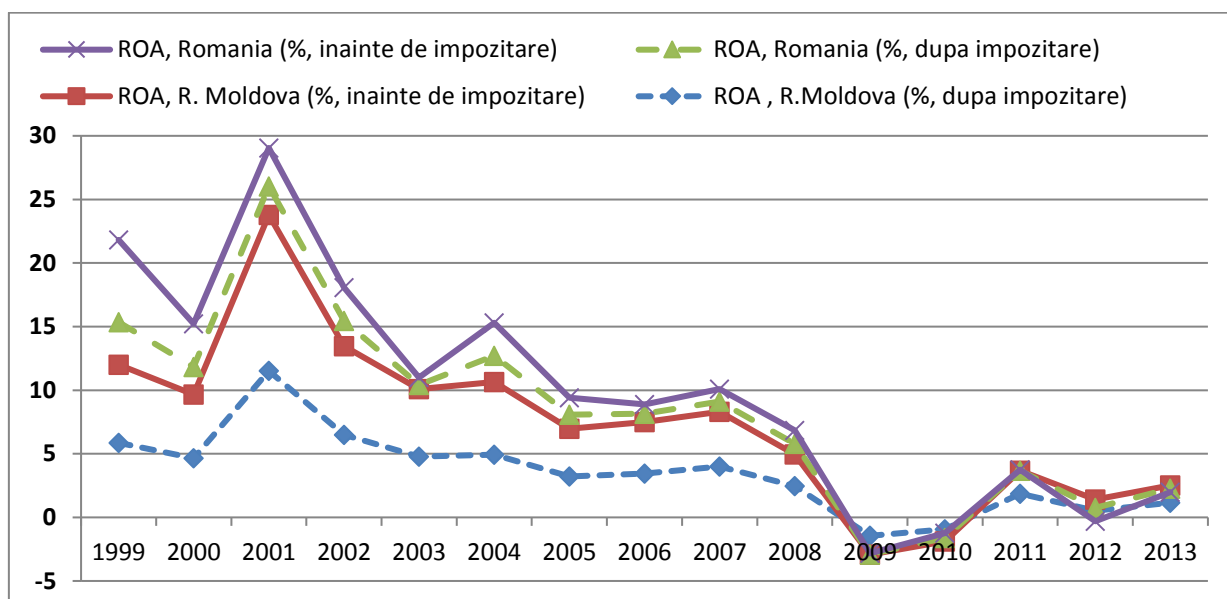


Fig. 2.19. ROA (% până la impozitare și % după impozitare) în Republica Moldova și România
 Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la:
<https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>,
<http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>,
<http://data.worldbank.org/indicator>

Criza a afectat evoluția ROA, care de la valori de peste 10%, considerate rezonabile pentru sectorul bancar în condiții normale de piață, a scăzut la zero și chiar a intrat în teritoriu negativ, în anumite perioade. Sistemele bancare din toate țările analizate au suferit corecții semnificative ale acestor indicatori, și chiar au văzut indicatorii de profitabilitate trecând în teritoriu negativ.

Totodată, indicatorul ROE în sectorul bancar moldovenesc înregistrează valori ridicate nesemnificativ comparativ cu cel românesc (fig. 2.20).

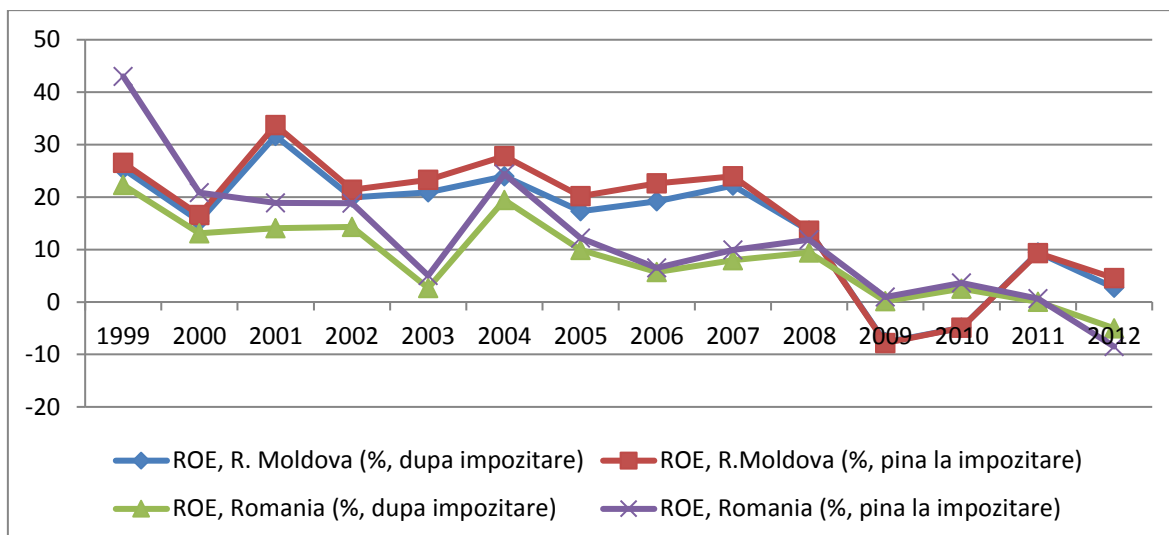


Fig. 2.20. ROE (% pînă la impozitare și % după impozitare) în Republica Moldova și România
Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Pentru ambele state, ROA și ROE, calculați în funcție de profitul pînă la și după impozitare, au tendința de reducere continuă, ceea ce provoacă îngrijorare.

Din punctul de vedere al cercetării de față, constatăm că indicatorii de profitabilitate ROA și ROE au intrat în zona cu risc de vulnerabilități.

Alt factor cu impact sporit asupra stabilității financiare - riscul de rată a dobânzii, evaluat în termeni de variație a valorii economice a capitalului, este în creștere. Tendința de majorare atât a ponderii pasivelor purtătoare de dobândă variabilă, cât și a ponderii activelor purtătoare de dobândă fixă în bilanțul instituțiilor de credit poate cauza pierderi importante pentru bănci, în condițiile în care ratele de dobândă aflate în prezent la minime istorice pe plan național și internațional ar începe să se majoreze.

În condițiile ce apar din expunerea la riscul de rată a dobânzii, veniturile non-dobândă trebuie să îndeplinească funcția de amortizor.

Analiza statisticii ce reflectă această situație arată că băncile din Republica Moldova și România au o pondere semnificativă de venituri obținute din operațiuni nelegate de dobânzi (fig. 2.21). Indicatorul ponderii veniturilor neprocentuale caracterizează puterea de piață a băncilor, și este bine ca valorile acestuia să fie comparabile cu cel al veniturilor procentuale.

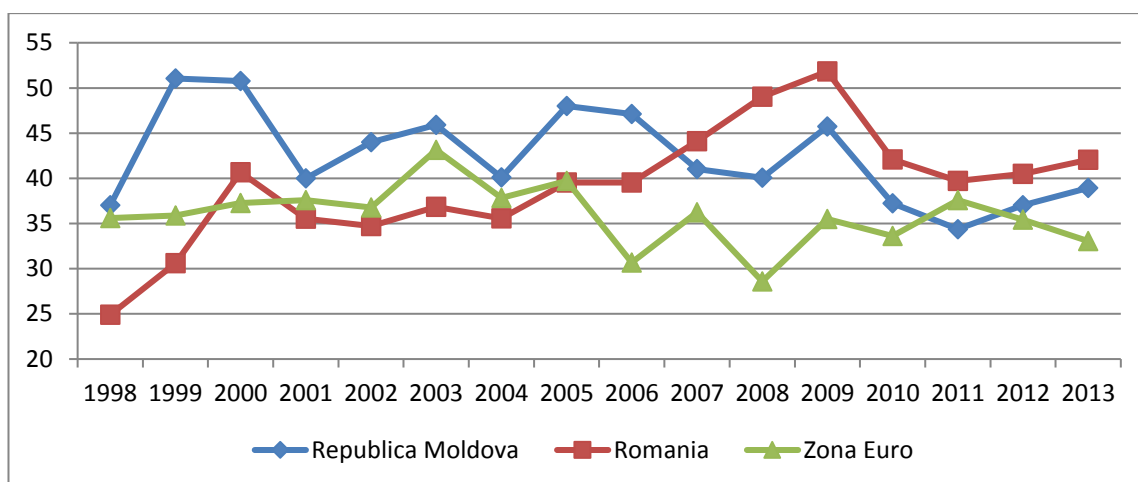


Fig. 2.21. Veniturile neprocentuale la nivelul agregat al sistemelor bancare din Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Datele statistice din perioada analizată indică faptul că, la nivelul băncilor din ambele state, ponderea veniturilor neprocentuale variază în limitele 30-45 la sută ceea ce reprezintă un nivel suficient din perspectiva stabilității financiare.

Raportul credite/depozite este unul dintre indicatorii care arată potențialul de creditare al sistemului bancar și, ca urmare, este un indicator ce influențează direct, în primul rând, stabilitatea băncilor, dar și a firmelor și menajelor. Creșterea valorii indicatorului semnalează probleme în sectorul bancar și indică asupra scăderii lichidității.

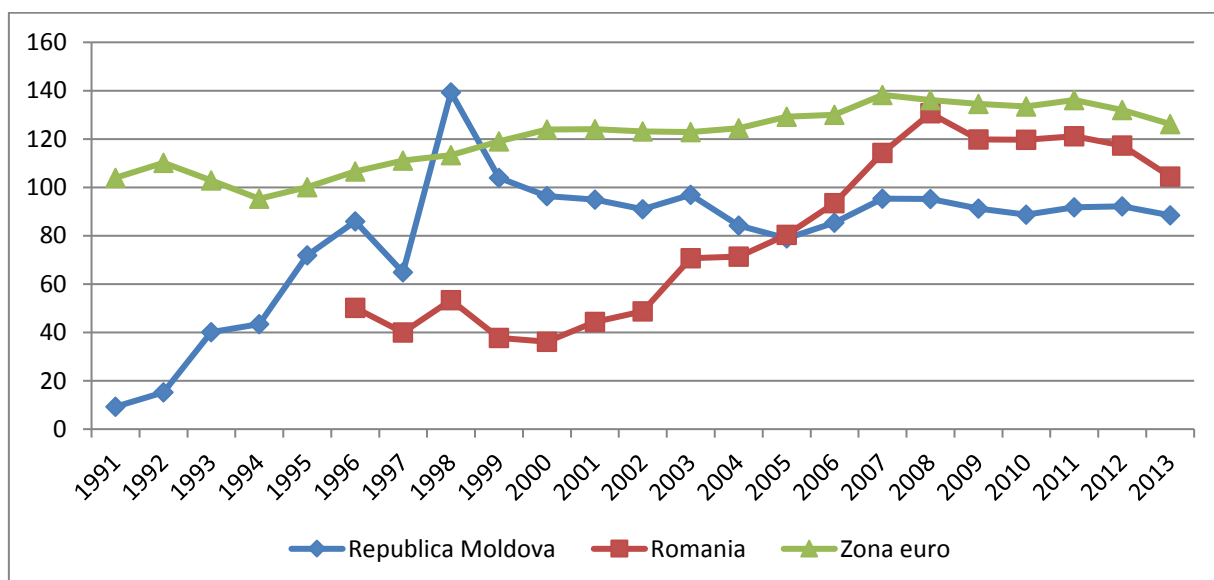


Fig. 2.22. Dinamica raportului creditelor la depozite la nivelul agregat al sistemelor bancare din Republica Moldova, România și țările din zona euro, %

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Națională a Moldovei, Banca Națională a României și Banca Mondială, disponibile online la: <https://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, <http://www.bnr.ro/Statistica-87.aspx>, <http://data.worldbank.org/indicator>

Spre deosebire de indicatorii analizați mai sus, datele statistice relevă faptul că, pe fondul crizei financiare internaționale recente în zona euro, indicatorul ce reflectă potențialul de creditare al sistemului bancar - Raportul credite/depozite - a înregistrat un trend ascendent, cu o scădere ușoară în anii 2012-2013.

În România indicatorul a înregistrat un trend de creștere în perioada 1999-2007, după care se înregistrează o perioadă de declin. Din perspectiva cercetării noastre, aceasta presupune o expunere spre riscul ce vine din sectorul extern, așa cum se cunoaște că, deficitul de fonduri de creditare, rezultat din scăderea depozitelor a fost suplinit cu fonduri din liniile de finanțare de la acționarii din străinătate.

În băncile din Republica Moldova se înregistrează o valoare redusă a indicatorului raportul credite la depozite. Cel mai înalt nivel al indicatorului (139,3%) a fost atins în anul 1998, după care indicatorul a scăzut până la 84,2% în anul 2004 și de atunci înregistrează un ritm de creștere foarte redus, și chiar scădere în anul 2013.

În realitate importanța acestui indicator este extrem de mare, de facto putem spune că el reprezintă un indicator real de măsurare a gradului de intermediere financiară, fiind determinat prin raportul dintre credite și stocul de depozite, populație plus companii. Raportul credite/depozite descrie puterea financiară a firmelor și populației. Situația în care raportul credite la depozite este supraunitar poate fi caracterizat ca *proces de dezintermediere*.

Atragem atenția asupra faptului că în România, indicatorul credite la depozite se monitorizează și se analizează permanent, fiind nu doar un indicator inclus în rapoartele BNR și ale băncilor, ci și chiar subiect al discuțiilor publice, articole de ziar, în timp ce în Republica Moldova, acest indicator nu este inclus în lista indicatorilor supravegheați [79].

Din contextul descris, rezultă necesitatea ***înaintării către BNM a propunerii referitoare la includerea indicatorului „Raportul credite la depozite” în lista celor monitorizați și necesar de inclus în Raportul periodic „Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM”.***

Așa cum în sens restrâns, stabilitatea financiară se descrie ca o situație în care nu se produc crize, iar prețurile activelor și rata dobânzii au un grad ridicat de stabilitate, rezultă importanța politicii de dobânzi.

Un indicator care poate constitui o măsură a puterii de piață a jucătorilor din sectorul bancar este diferența de dobândă dintre credite și depozite (marja bancară), atât în sold cât și nou acordate.

Evoluția diferenței dintre nivelul dobânzii la credite și respectiv depozite este influențată de evoluția piețelor financiare (ex. costul de finanțare, riscul de țară etc.) dar în același timp este și rezultatul nivelului de concurență în sector, exprimat prin tendința de scădere a marjei.

Urmărirea acestor indicatori, arată o variație ciclică a acestora, ceea ce încă odată confirmă caracterul prociclic al sistemului financiar și al stabilității financiare.

Concluzia generalizată ce reiese în urma analizei evoluției variabilelor ce caracterizează stabilitatea sistemelor bancare din Republica Moldova și România în intervalul de timp 1991-2013 permit să precizăm faptul că majoritatea indicatorilor analizați au demonstrat o înrăutățire a stabilității financiare urmare a crizelor din 1999 și 2008, iar în perioadele de ascensiune a ciclurilor de afaceri, sistemele bancare au tendința de consolidare a stabilității financiare.

Acest fapt se explică prin influența a doi factori majori: 1) perfecționarea mecanismelor de reglementare și supraveghere a băncilor, realizată în contextul implementării prevederilor Acordului Basel și directivelor europene și 2) mișcarea pe spirala ciclului de afaceri din zona crizei spre ascensiune, mișcare urmată de ciclul financiar, datorată caracterului prociclic al acestuia.

Cu referință la analiza stabilității financiare a agenților economici – firme (AE-2), instituțiile responsabile de culegerea și prezentarea datelor statistice nu prezintă publicului indicatorii în baza cărora am putea estima stabilitatea financiară a AE-2 la nivel agregat și am putea realiza o analiză comparativă.

Din perspectiva financiară am considerat utilă prezentarea dinamicii împrumuturilor acordate sectorului privat în economiile analizate, așa cum aceasta ne indică asupra necesarului de finanțare a sectorului real (fig. 2.23).

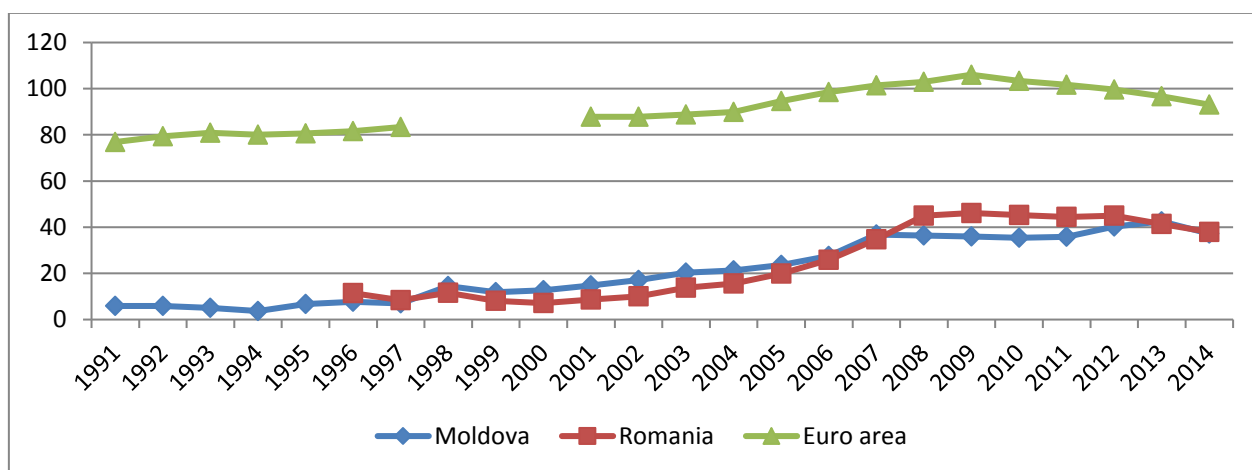


Fig. 2.23. Dinamica împrumuturilor acordate sectorului privat în Republica Moldova, România și țările din zona euro, % din PIB

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Mondială, disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>

Cea mai importantă concluzie ce reiese din urmărirea datelor privind împrumuturile se rezumă la demonstrarea caracterului prociclic al indicatorilor: se observă impactul crizei regionale din 1998 și crizei globale din 2009, care, cu un lag de 2-3 ani, sunt urmate de scăderea volumului agregat al împrumuturilor acordate sectorului privat, atât în Republica Moldova, România, cât și țările din zona euro.

Indicatorul de bază al stabilității financiare a sectorului guvernamental (AE-3) este deficitul bugetului public național. Observăm manifestarea unui caracter prociclic și în cazul finanțelor sectorului public din economiile analizate (fig. 2.24), deficitul bugetar se majorează în perioadele post-criză. Ceea ce remarcăm aici este faptul că viteza de reacție este extrem de mare și de facto nu există lag-uri în manifestarea impactului, iar în anii 2008-2011, în România s-au depășit limitele prevăzute de Legea responsabilității fiscale.

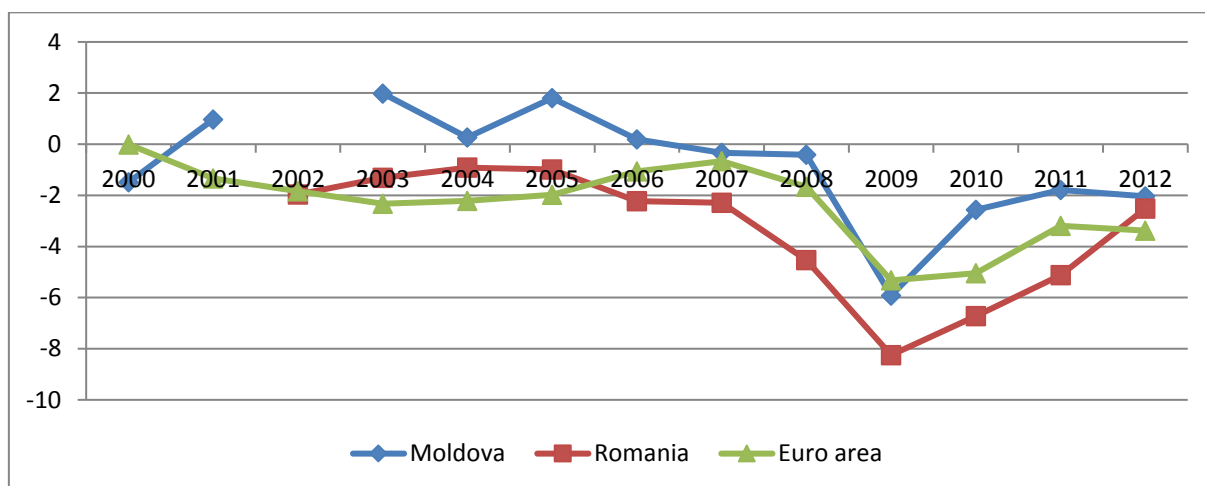


Fig. 2.24. Deficitul bugetar în Republica Moldova, România și țările din zona euro, % din PIB
Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de Banca Mondială, disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator/GC.BAL.CASH.GD.ZS>

Părerile savanților economiști în ceea ce privește gravitatea deficitelor bugetare sunt împărțite, conturându-se chiar un mainstream conform căruia creșterea deficitelor bugetare peste limitele finanțabile în mod neinflaționist, reprezintă un factor în plus ce contribuie la adâncirea dezechilibrelor în economie.

Ca urmare cunoașterea dezechilibrului financiar public și permanenta preocupare pentru diminuarea lui trebuie să continue să fie elemente de mare importanță, cu atât mai mult cu cât și Republica Moldova și România s-au confruntat și se confruntă cu mari dificultăți în dezvoltarea sustenabilă a economiilor.

Cel mai important dintre indicatorii stabilității financiare a sectorului extern (AE-5) este gravitatea deficitului contului curent al balanței de plăți externe, exprimată ca pondere în PIB.

Datele statistice reflectă o îmbunătățire a situației stabilității externe către anul 2013 în toate economiile supuse analizei (fig. 2.25).

Nivelul critic de referință al acestui indicator, cu care se operează în practica internațională constituie 4% [85].

Pentru țările în dezvoltare acesta constituie o țintă greu de atins. În Republica Moldova ponderea deficitului contului curent s-a aflat sub nivelul de referință pe parcursul anilor 2000-2015. În România contul curent a înregistrat deficite sub limita critică în anul 2000 și în 2014 și 2015. În zona euro contul curent al BPE a înregistrat sold deficitar doar pe durata a trei ani diferiți, începând cu anul 2000, pe parcursul ultimilor trei ani fiind înregistrate excedente la Contul curent.

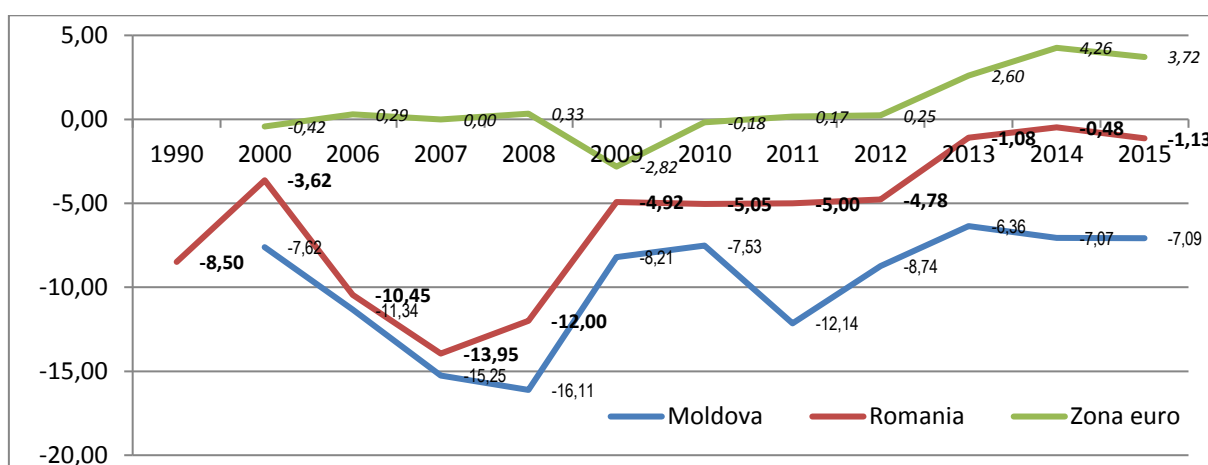


Fig. 2.25. Deficitul contului curent al BPE în Republica Moldova, România și țările din zona euro, % din PIB

Sursa: calculat de autor în baza datelor oferite de Banca Mondială, disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=XC>

Principalele riscuri ce apar din instabilitatea financiară din zona sectorului extern se manifestă prin presiunile exercitate asupra cursului valutar, care deja se extind asupra întregii economii.

2.4. Concluzii la capitolul 2

1. În vederea atingerii obiectivelor cercetării, autorul aduce câteva precizări conceptuale, formulând următoarea definiție: *stabilitatea financiară este trăsătura sistemului financiar*, în care:

i) instituțiile și piețele funcționează stabil, astfel sistemul reușind să-și îndeplinească funcțiile de mobilizare a economiilor, alocare adecvată a resurselor și riscurilor, de intermediere a plăților etc.;

ii) infrastructura și interconexiunile nu generează blocaje și întârzieri de acțiuni;

iii) sistemul are capacitatea de a absorbi dezechilibrele financiare care apar din cauza evenimentelor atât endogene, cât și exogene, semnificative și neanticipate;

iv) sistemul este incluziv și facilitează atingerea performanțelor la nivel micro (de agenți economici individuali), mezo și macroeconomic.

2. Conceptul de stabilitate financiară sistemică, ce vine să îl suplinească pe acesta, reprezintă o însumare a stabilității financiare a tuturor agenților economici agregați. Stabilitatea financiară sistemică nu presupune neapărat și stabilitatea financiară a tuturor agenților economici individuali, ci doar a celor care prezintă importanță sistemică, și a căror instabilitate ar putea afecta simțitor sistemul financiar.

3. În tabelul următor autorul prezintă interpretarea evoluției indicatorilor caracteristici stabilității financiare ai instituțiilor financiare – băncilor, și selectiv pentru alte grupe de agenți economici agregați din Republica Moldova și România, estimează semnificația indicatorilor analizați, dar și prezintă estimarea contribuției acestora la stabilitatea financiară a sistemului bancar.

Tabelul 2.4

Tabelul generalizator al evoluției factorilor determinanți ai stabilității financiare în Republica Moldova, România în corelare cu zona euro

Denumire indicator	Semnificația indicatorului	Interpretarea tendinței din perspectiva contribuției la stabilitatea financiară a sistemului bancar	
		în perioada de ascensiune (2000-2007)	în perioada post criză (2011-2013)
Evoluția Produsului Intern Brut la nivel global, al țărilor cu venituri medii joase și UE	Influența sectorului real extern	Pozitivă	Negativă
Evoluția Produsului Intern Brut al Republicii Moldova și România	Influența sectorului real național	Pozitivă	Negativă
Evoluția Indicilor Volumului Producției industriale	Influența sectorului real național	Incertă	Incertă
Evoluția PIB și creditelor bancare acordate sectorului privat	Corelarea ciclului financiar cu ciclul de afaceri	Corelație pozitivă, cu un lag de 2 ani	Corelație pozitivă, cu un lag de 1 an
Evoluția gradului de intermediere financiară în Republica Moldova, % (calculat ca pondere a activelor diferitor instituții financiare în PIB)	Influență consolidantă asupra stabilității financiare	Pozitivă	Pozitivă, cu un lag de 1 an

Evoluția structurii sistemului financiar al Republicii Moldova, % (calculat ca pondere a activelor diferitor instituții financiare în PIB)	Influență consolidantă asupra stabilității financiare	Incertaină	Incertaină
Evoluția ponderii băncilor cu capital străin în numărul total de bănci și a activelor acestora	Risc de transmitere a vulnerabilităților din sectorul financiar extern	Acceptabilă	Pozitivă
Evoluția indicelui concentrării bancare și a cotelor de piață ale primelor cinci bănci calculate conform ponderii activelor acestora în total active bancare	Influență consolidantă asupra stabilității financiare	Pozitivă	Pozitivă
Evoluția indicatorilor de adecvare a capitalului	Indicator primordial al stabilității financiare	Pozitivă	Pozitivă, dar cu tendință către limita valorilor-prag
Evoluția ratei capitalului către active („efectul de pârghie”)	Caracterizează fragilitatea stabilității financiare	Pozitivă	Pozitivă, dar cu tendință către limita valorilor-prag
Evoluția indicelui lichidității	Caracteristica sectorului bancar	Pozitivă	Pozitivă, cu tendință de scădere
Evoluția ponderii creditelor acordate firmelor în PIB	Impulsionarea stabilității financiare a agenților economici nefinanciari	Pozitivă	Pozitivă, tendință de îmbunătățire
Creditele neperformante la nivel agregat	Vulnerabilitatea stabilității financiare	Pozitivă	Negativă, cu deteriorare continuă
Provizioanele pentru creditele neperformante la nivel agregat	Consolidare	Pozitivă	Pozitiv
Evoluția indicelui Z-score (a probabilității de default a băncilor, indicator agregat)	Consolidare	Acceptabil, cu tendință de deteriorare	Tendență de deteriorare
ROA (% până la impozitare și % după impozitare) în Republica Moldova și România	Fundament pentru sporirea solvabilității	Pozitiv, cu tendință de scădere	Negativă, tendință alarmantă
ROE (% până la impozitare și % după impozitare)	Fundament pentru sporirea solvabilității	Pozitivă, cu tendință de scădere	Negativă, tendință alarmantă
Dinamica raportului creditelor la depozite la nivelul agregat al sistemelor bancare	Reducere risc de piață (riscul ratei dobânzii)	Pozitivă	Pozitivă
Dinamica raportului creditelor la depozite la nivel agregat pe sistemele bancare	Risc expunere către sistemul financiar național și internațional	Pozitivă	Pozitivă

Sursa: elaborat de autor.

Analiza indicatorilor ce caracterizează factorii determinanți ai stabilității financiare accentuează complexitatea fenomenului stabilității financiare, dar demonstrează o reziliență acceptabilă a sistemelor financiare din Republica Moldova și România.

Concluzia generalizată ce reiese în urma analizei evoluției variabilelor ce caracterizează stabilitatea sistemelor bancare din Republica Moldova și România în intervalul de timp 1991-2013 permit să precizăm faptul că majoritatea indicatorilor analizați au demonstrat o înrăutățire a stabilității financiare în timpul crizelor din 1999 și 2008, iar în perioadele de ascensiune a ciclurilor de afaceri, sistemele bancare au tendința de consolidare a stabilității financiare.

3. IMPACTUL CRIZELOR ECONOMICE ASUPRA STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI

3.1. Configurarea metodologiei stabilității financiare prin prisma anticipării crizelor financiare

În practica analitică se utilizează o gamă largă de instrumente și modele econometrice pentru a evalua stabilitatea sistemului financiar (la nivel agregat). Acestea includ, în special, analiza indicatorilor cantitativi privind soliditatea și stabilitatea sistemului financiar, inclusiv testele de stres.

Aceste modele încearcă să abordeze *problema stabilității financiare ca fenomen sistemic* și, prin urmare, se referă nu doar la instituțiile și piețele financiare, dar, de asemenea, la sectorul real și guvern, în calitate de principali debitori ai instituțiilor financiare, precum și la infrastructura financiară.

Există mai multe criterii de clasificare a modelelor econometrice de evaluare a stabilității sistemului financiar, dar care conțin ca regulă teste de anticipare a situațiilor de instabilitate financiară, care pot genera sau se pot transforma în crize financiare sau economice.

În general, testele de stabilitate financiară se concentrează asupra implicațiilor ample ale șocurilor macroeconomice. De aceea, riscurile individuale sunt foarte rar analizate, scopul unui test de rezistență sistemic fiind identificarea vulnerabilităților comune [182].

Testele se clasifică în funcție de nivelul micro sau macro (tab. 3.1).

Tabelul 3.1

Tipologia testelor de stres după nivelul la care se aplică	
Teste macrofinanciare (system-wide stress-tests)	Teste efectuate de instituțiile individuale (micro stress-tests)
1.1. <i>Macroteste inspirate de metodele utilizate de instituțiile individuale în cadrul micro-testelor:</i> 1.1.1 Abordarea „piecwise” sau bilanțieră, utilizată cel mai des de Băncile Centrale, include: - modele care estimează o ecuație (relație) în formă redusă (reduced-form), utilizând serii temporale sau eşantioane; - modele care analizează vulnerabilitatea sectorului bancar la modificările intervenite în fundamentele macroeconomice, în condițiile unei schimbări structurale în întreaga economie sau ale unei schimbări intersectoriale. 1.1.2. Abordarea integrată, asociată cu metoda VAR (Value-at-risk), utilizată de cercetători; 1.2. <i>Macroteste inspirate de misiunile FMI (PESF):</i> a) Analize de senzitivitate; b) Teste bazate pe scenarii; c) Teste de contagiune.	O mare varietate, bazate pe utilizarea indicatorilor de solvabilitate, lichiditate, performanță, dar și diferiți indicatori derivați din combinația acestora.

Sursa: compilat de autor în baza [16].

Pentru previzionarea tuturor genurilor de crize: bancare, financiare și valutare se utilizează *Sistemele de Avertizare Timpurie* (în eng. Early Warning System: EWS), care reprezintă un ansamblu de procese, procedee, modele, indicatori etc., care sintetizează informațiile și datele necesare pentru identificarea instituțiilor financiare riscante și a riscurilor cu care se confruntă instituțiile respective, clienții acestora, alte instituții și, în general, sistemul financiar, permițând *previzionarea apariției unei crize într-o anumită perioadă de timp situată în viitor* [162].

Majoritatea studiilor folosesc EWS pentru a analiza vulnerabilitățile sistemice și, deci, pentru a verifica posibilitatea apariției unei crize. Pentru construirea unui sistem de avertizare timpurie, se folosesc mai multe metode:

Tabelul 3.2

Metodele sistemelor de avertizare timpurie		
Metoda semnalelor (signal-based approach)	Metoda bazată pe modele de tip logit/probit (limited dependent variable)	Metode bazate pe combinarea primelor două și altele.

Sursa: elaborare de autor în baza surselor citate.

O mare parte din studiile efectuate până în prezent testează aceste metode prin compararea rezultatelor.

Un exemplu de EWS utilizat în practică este cel elaborat de specialiștii BNR, cunoscut sub denumirea de „*Sistem de rating bancar și de avertizare timpurie - CAAMPL*”. Acesta poate fi încadrat în categoria numită de T. Lutton *sisteme de avertizare timpurie folosite de autoritățile de reglementare și supraveghere pentru identificarea băncilor expuse la riscuri (Regulatory EWS)*[151]. Indicatorii folosiți pentru evaluarea fiecărei componente CAAMPL sunt prezentați în anexa 3.

Se mai cunosc și alte metode cantitative, care se utilizează pentru analiza și evaluarea stabilității financiare, precum: analiza discriminantă și analiza discriminantă multiplă [16].

Concluzia care se desprinde din prezentarea problemelor pe care le ridică analiza și evaluarea stabilității financiare este că nu există o singură metodă susceptibilă a fi utilizată în acest scop, ci mai multe metode complementare.

Sistemele de avertizare timpurie (EWS) permit previziunea probabilității apariției unei crize financiare, dar nu oferă posibilitatea de a include în calcule toate riscurile la care este expus sistemul și nici nu furnizează informații legate de capacitatea de a răspunde la șocuri.

Tehnicile testelor de stres permit identificarea potențialelor șocuri și estimează rezistența sistemului financiar, permit estimarea pierderilor potențiale pe care sectorul financiar le-ar suferi în cazul unui șoc, dar nu oferă posibilitatea de a compara nivelul de stabilitate în timp sau nivelul de stabilitate a două sau mai multe sisteme financiare. Cu toate acestea, rezultatele periodice ale

testelor de stres, în special la nivelul sectorului bancar, de asemenea, pot să servească drept indicator suplimentar de soliditate financiară.

Deoarece analiza și evaluarea stabilității financiare presupune identificarea unui mare număr de factori de risc, iar aceștia au o acțiune complexă, nu este posibilă construirea unui model unic care să reflecte toți factorii.

Întrucât în definirea stabilității financiare a fost atins un consens, cel puțin relativ, faptul dat permite construirea unor indicatori agregați de stabilitate, majoritatea fiind încă la etapa de cercetare și experimentală.

Lista de 39 de indicatori individuali ai stabilității financiare, elaborată de FMI în anul 2003, în scopul monitorizării nivelului de stabilitate financiară a economiei, în realitate nu au permis previzionarea crizei financiare din 2008-2009. Printre cauze se enumeră faptul că ***mișcarea multidirecțională a mai multor indicatori complică în mod semnificativ posibilitatea unei evaluări sigure a nivelului și naturii schimbărilor în stabilitatea financiară a economiei.***

Faptul dat era conștientizat chiar și înainte de criza din 2008, mai multe publicații ale băncilor centrale relevând că au încercat să construiască un singur indicator pentru a arăta nivelul de stabilitate al sistemului financiar din țara în cauză. Aceasta este o sarcină grea, având în vedere natura complexă a sistemului financiar și existența a numeroase legături între participanții la piețele financiare, sectoarele nefinanciare și instituțiile financiare.

Multe dintre încercări se concentrează pe construirea unui indicator agregat pentru sectorul bancar, care este cea mai importantă componentă a sistemului financiar în ceea ce privește stabilitatea financiară.

Însă, toate încercările de până acum pot fi privite ca testări preliminare ale unor abordări alternative pentru construirea unui astfel de indicator, până în prezent însă, nu s-a ajuns la un consens la nivel internațional în ce privește modelul unui indice standard al stabilității financiare, cum este cazul pentru PESF sau ISF ai FMI.

Un indicator agregat relativ simplu al stabilității sectorului bancar construit ca o medie ponderată a indicatorilor parțiali ai solidității financiare a băncilor a fost utilizat, de exemplu, de către banca centrală din Turcia încă din anul 2006 [113]. Indicele de stabilitate financiară este alcătuit din șase sub-indici care acoperă calitatea activelor, lichiditatea, riscul valutar, riscul de rată a dobânzii, rentabilitatea și adecvarea capitalului.

Cercetarea lui Geršl și Hermánek ia în considerare două abordări pentru definirea stabilității financiare a Republicii Cehe, utilizând factorii colectați de FMI. Prima abordare utilizează valorile indicatorilor pentru a clasifica un set de țări și de a determina stabilitatea

Republicii Cehe în raport cu alte state. A doua abordare utilizează un indice agregat, calculat folosind valoarea medie ponderată a indicatorilor [134].

În studiul lui Dattels, McCaughrin ș.a. se analizează harta dinamicii stabilității financiare globale, introdusă de FMI în aprilie 2007 și publicată în mod regulat, de două ori pe an. Scopul lucrării a fost de a estima condițiile și riscurile cu impact asupra stabilității financiare. O reprezentare grafică a hărții reprezintă un octaedru cu segmente care unesc centrul cu vârfuri și acoperite cu o plasă. De-a lungul fiecărui segment este plasată valoarea în puncte a unui indicator (estimat pe baza dinamicii istorice), care este agregată din factori legați de acesta. Pentru a interpreta harta obținută este necesară analiza modificărilor fiecărui indicator. Autorii au concluzionat ca această hartă nu poate fi redusă la un singur indice [92].

O mare contribuție la cercetarea stabilității financiare în România a fost adusă de Claudiu Albușescu, care în două lucrări publicate determină indicii stabilității financiare la nivelul României [2] și pentru zona euro [97]. Cercetările au confirmat că mecanismele de cooperare în domeniul stabilității financiare existente la nivelul UEM nu au fost eficiente. În perioada supusă analizei, s-a dovedit că cel mai semnificativ impact asupra stabilității financiare l-au avut creșterea economică și rata dobânzii.

Într-un studiu al lui Brave și Butters, aceștia au propus o metodă pentru construirea "indicelui integrat al condițiilor financiare", în engleză Financial Condition Index, compus din 100 de variabile financiare cu periodicitate diferită, care se bazează pe analiza componentelor principale ale sectorului financiar. Indicatorii utilizați în mod convențional sunt împărțiți în 3 categorii: 1) piețele monetare; 2) piețele de capital și financiare; 3) sistemul bancar. Calculele au acoperit perioada 1973-2009 pentru SUA și în lucrare se prezintă o analiză comparativă între variația indicelui și evenimentele istorice proeminente care ar putea să fi influențat această evoluție și prognoza pentru următorul an. Cercetătorii și-au propus să dezvolte acest indice [110].

O rezonanță majoră a avut lucrarea „Financial Stress, Downturns, and Recoveries” de Roberto Cardarelli, Selim Elekdag și Subir Lall apărută sub egida FMI în anul 2009, care au construit un indice de stres financiar pe piețele bancară, de capital și valutară și l-au determinat pentru 17 economii dezvoltate, în ultimii 30 de ani identificând 113 episoade de stres financiar. Cu ajutorul indicelui de stres financiar (financial stress index, FSI), lucrarea propune un cadru analitic pentru a evalua impactul stresului financiar, în special consecințele lui asupra economiei reale [92].

S-a ajuns la concluzia că turbulențele financiare caracterizate prin amenințările de natură bancară este mai probabil să fie asociate cu severe recesiuni prelungite decât cele ce sunt cauzate

de piețele de capital și valutare. Sistemele financiare par a fi deosebit de vulnerabile la contracțiile spontane în sectorul bancar, datorită efectului de levier mai mare și caracterului prociclic ale sistemelor bancare.

Această cercetare constată că stresul financiar este de multe ori, dar nu întotdeauna precursor al unei recesiuni economice. O expansiune rapidă a creditului, o cădere bruscă a prețurilor locuințelor, și a volumului împrumuturilor către sectoarele corporatiste și de uz casnic, toate contribuie la creșterea probabilității că stresul în sistemul financiar va duce la recesiuni economice severe. Dintre toate, stresul bancar ar fi cel mai „periculos”, recuperarea din recesiunile asociate cu stresul financiar de natură bancară durează aproximativ cinci trimestre.

Concluzionând cele expuse pe parcursul subcapitolului construcția unui indice agregat al stabilității financiare constituie încă un deziderat, iar sincronizarea demonstrată dintre perioadele de instabilitate financiară și recesiunile economice, accentuează importanța monitorizării permanente a acestora și utilizarea tuturor instrumentelor de menținere a stabilității financiare sistemice.

3.2. Analiza indicatorilor ciclurilor economice în Republica Moldova și România în corelare cu alte grupuri de țări

Fenomenul ciclurilor de afaceri atrage atenția de fiecare dată în perioadele de criză a sistemului economic, când observăm schimbarea accentului în studiile economice de la problematica creșterii economice și bunăstării spre costurile și riscurile induse de crizele economice.

Cercetarea oricărui fenomen presupune neapărat efectuarea unei analize profunde a acestuia, care se referă la determinarea elementelor și factorilor constituenți, analiza cantitativă și calitativă a acestora, analiza corelației dintre fenomen și factorii interni și externi, cu utilizarea diferitor tehnici, instrumente și metodologii matematice, statistice etc.

Urmează apoi un proces de o importanță deosebită - cuantificarea rezultatelor, interpretarea acestora și formularea unor concluzii.

Sigur că, orice analiză economică începe de la cifre, care trebuie să fie disponibile și cel mai important - veridice.

În scopul cercetării mai minuțioase a fenomenelor de dezvoltare ciclică, stabilitate și instabilitate financiară, a relațiilor existente între fenomenul de stabilitate financiară și evoluția economiei reale, factorii sociali, factorii politici ș.a., am decis să efectuăm (în funcție de disponibilitatea datelor) o analiză comparativă între Republica Moldova, România și Uniunea

Europeană și situația la nivel mondial. Pentru UE am selectat doar grupul de state ce constituie zona euro, considerând că acestea sunt cele ce corespund la toate cerințele Tratatelor UE.

Am aplicat metoda analizei comparative, fiind însă conștienți că aceasta are și anumite neajunsuri, în primul rând eforturi suplimentare majore legate de colectarea datelor statistice, complexitatea explicării datelor care se deosebesc categoric, dar oricum ne așteptăm ca aplicarea acesteia să aducă plusvaloare:

- să permită formarea unei păreri despre tabloul tipic al stabilității și instabilității financiare,
- să permită identificarea unor factori și condiții de mediu ce favorizează sau defavorizează stabilitatea economică și financiară,
- rezultatele cercetării vor fi statistic fundamentate;
- rezultatele vor permite estimarea mai justă a coeficienților de importanță a factorilor și introducerea anumitor corecții în modelele econometrice aplicate ș.a.

Mai mult decât atât, rezultatele cercetării și evaluării fenomenelor economice, asociate cu prezentarea tendințelor acestora cu ajutorul indicatorilor cantitativi și calitativi specifici, depind în mod obiectiv de metoda de evaluare, precum și avantajele și dezavantajele variabilei luate ca bază pentru concluzii, recomandări și prognoze.

Definiția clasică a ciclului de afaceri, îl tratează ca un tip de oscilație în activitatea economică globală a națiunilor/economiilor, principalele variabile fiind fluctuațiile output-ului de producție, ocuparea forței de muncă și inflația.

Până în prezent, indicatorul principal în evaluarea dinamicii ciclice a sistemului economic îl constituie tendința PIB-ului, în calitatea sa de indicator agregat macroeconomic cantitativ.

Această macro-variabilă generalizează consumul de resurse în sistem, reunind volumul natural al producției-distribuției, factorii de preț și evoluția obținerii valorii în condițiile interacțiunii sistemelor economice deschise.

Pe de altă parte, calculul PIB-ului nu ia în considerație diferența dintre factorii economici de natură diferită: materiali, de muncă și intelectuali.

Recunoaștem că luarea în considerare a elementelor caracteristice economiei naționale, precum: resursele, mediul intern și extern, compoziția și structura pe elemente și subsisteme componente, mecanismele de reglementare și autoreglare, eficiența și durabilitatea, și altele ar spori calitatea rezultatelor cercetării.

Dacă ne referim la bunele practici internaționale, monitorizarea sistematică a ciclurilor de afaceri este efectuată de Biroul Național de Cercetare Economică (NBER), a cărui activitate în acest domeniu a început încă din anii '20 ai secolului trecut.

După NBER, economia SUA este unul din exemplele cele mai relevante privind dezvoltarea ciclică a economiei. În ultimii 150 de ani, Biroul Național de Cercetare Economică a înregistrat în Statele Unite ale Americii 32 cicluri economice cu perioada medie între două vârfuri adiacente de 56 de luni. Sigur că politicile anticiclice promovate activ după cel de-al Doilea Război Mondial și-au făcut efectul, și astfel penultimul ciclu economic, după cum a definit NBER, este caracterizat ca un record deoarece a cuprins perioada de 128 de luni, din iulie 1990 până în martie 2001. În studiile consacrate ciclurilor de afaceri, NBER monitorizează ratele de creștere a PIB-ului și altor indicatori, iar apoi formulează tendințele, iar atenția de fapt este ținută nu atât asupra valorii indicatorilor economici (PIB, venitul național brut, producția industrială, balanța comercială), ci asupra modificărilor acestora de la o perioadă la alta, evaluate lunar, trimestrial și anual [165].

Analiza grafică a dinamicii PIB-ului la nivelul economiei globale în intervalul de timp 1960-2013, demonstrează o tendință de creștere, coeficientul de determinare R^2 pentru linia de trend liniară constituind 0,8782 (fig.3.1).

Analiza PIB-ului grupului de țări cu venituri medii joase denotă un trend exponențial crescător, R^2 în perioada 1960-2013 constituie 0,9736, iar PIB-ul țărilor din zona euro în aceeași perioadă înregistrează trend linear, valoarea R^2 fiind 0,9116 (fig.3.1).

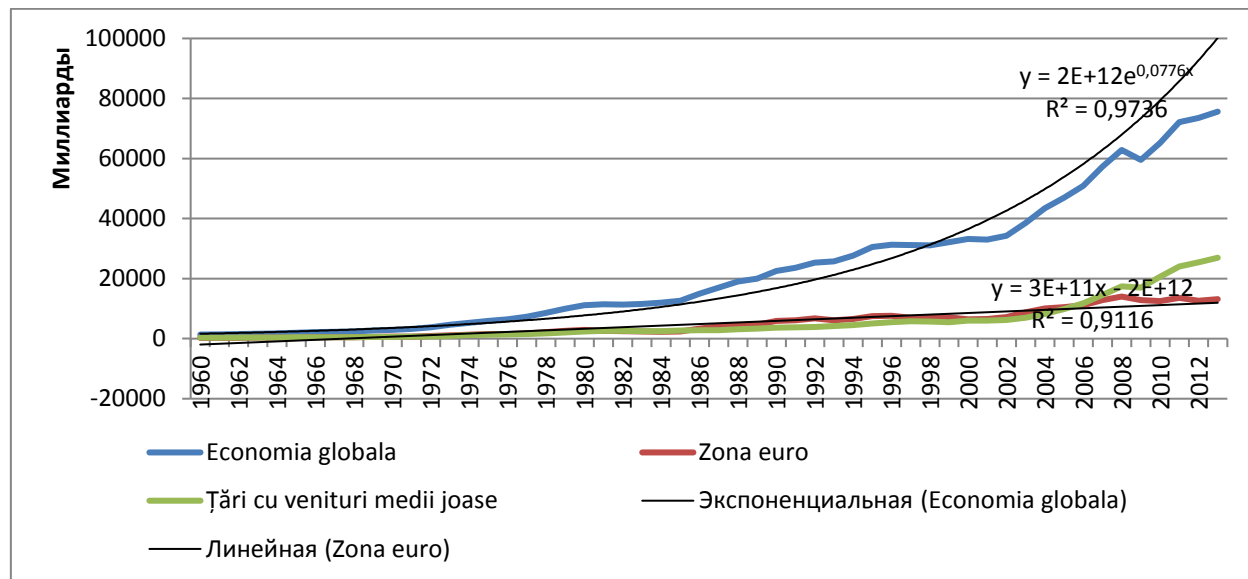


Fig. 3.1. Evoluția Produsului Intern Brut la nivel global, al țărilor cu venituri medii joase și zona euro

Sursa: compilat de autor în baza datelor statistice prezentate de Banca Mondială, disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator>

Sigur efectuarea analizei pentru o perioadă de 50 ani este un deziderat foarte ambițios, care necesită aplicarea mai multor instrumente de ajustare, corecții și excludere a influenței anumitor factori perturbatori și va servi obiect de cercetare în cadrul unor studii viitoare.

Cercetarea prezentă, fiind consacrată domeniului financiar și având ca obiectiv descoperirea corelației dintre ciclurile economice și financiare, va cuprinde intervalul de timp 1991-2013 reieșind din următoare motive: intervalul enunțat ar trebui să acopere două cicluri de afaceri medii (tip Juglar) și să permită observarea sincronizării ciclurilor de natură financiară cu ciclurile de afaceri, acest interval de timp fiind totodată semnificativ pentru ambele state cercetate: Republica Moldova și-a declarat independența la 27 august 1991, iar Revoluția din 1989 a adus sfârșitul Comunismului în România (pentru a lucra cu date comparabile am decis includerea în intervalul cercetat a perioadei 1991-2013).

Un alt motiv, nu mai puțin important, ar fi analiza unei perioade similare din perspectiva dezvoltării sectorului financiar, inclusiv a tipurilor de produse și servicii financiare, nivelul reglementărilor prudențiale internaționale (Normele Basel I fiind introduse începând cu anul 1988).

Modalitățile tradiționale de măsurare a ciclurilor economice, după cum rezultă din studiile analizate în capitolul 1 al lucrării, se rezumă la măsurarea distanței în timp între două vârfuri ale unui indicator economic și financiar esențial.

Pornind de la tematica tezei, cercetarea noastră trebuie să abordeze simultan cel puțin două aspecte – identificarea ciclurilor economice și corelat cu acestea – situația stabilității financiare a agenților economici.

Informația privind durata ciclurilor de afaceri în SUA demonstrează că aceasta se modifică în timp și depinde de mai mulți factori, precum intensitatea și calitatea politicilor anticiclice, dezvoltarea economică etc.

Pentru stabilirea/determinarea începutului unei următoare crize există mai multe metode. O abordare actuală se bazează pe utilizarea așa-numiților *indicatori de depășire* (*leading indicators*), cu toate că și *indicatorii de întârziere* (*lagging indicators*) au rolul lor important în cercetarea crizelor.

Pentru construirea unui sistem de indicatori de depășire în practică se utilizează două metode diferite, una determină fluctuațiile pe ***direcția evoluției indicatorilor*** economici (sus-jos, creștere-declin), cealaltă se bazează pe ***viteza evoluției indicatorilor*** (mai repede-mai încet, accelerare-frânare).

Prima metodă este cea utilizată de NBER, iar cea de-a doua de OCDE. În același timp, SUA utilizează PIB-ul ca indicator de bază (la ultima criză - venitul național brut), iar OCDE consideră că producția industrială îndeplinește cel mai bine funcția de indicator de depășire.

Menționăm că pentru a putea utiliza datele în cadrul comparațiilor internaționale vom opera cu date statistice exprimate în dolari SUA, și doar în cazuri aparte în lei moldovenești, lei românești și euro.

În perioada analizată, PIB-ul Republicii Moldova a înregistrat un trend polinomial crescător, coeficientul de determinare R² constituind 0,9648 (fig.3.2), cu toate că pe parcursul perioadei observăm atât perioade de expansiune (2004-2008), cât și de recesiune (1997-2000).

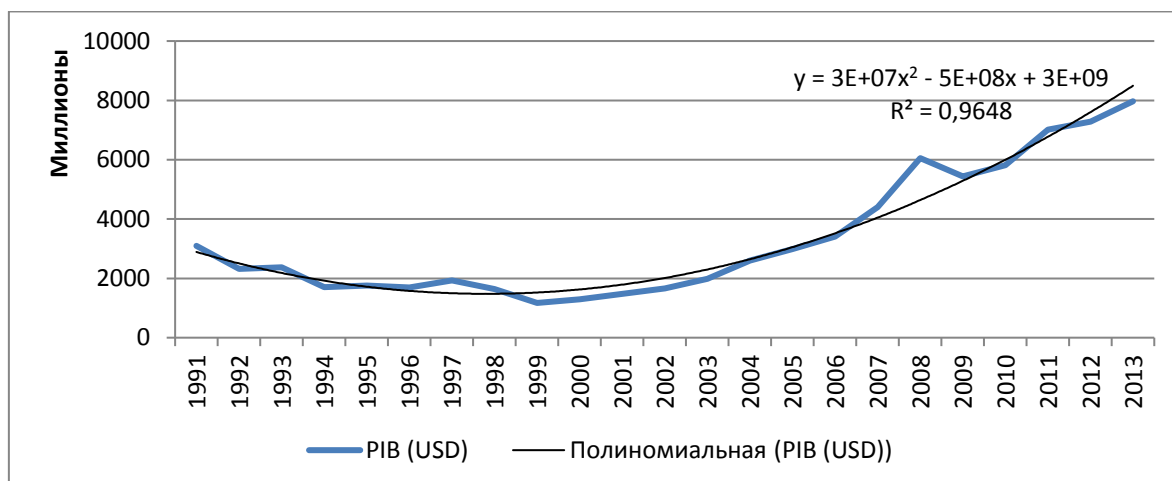


Fig. 3.2. Evoluția Produsului Intern Brut al Republicii Moldova, USD

Sursa: calculat de autor în baza datelor statistice prezentate de Banca Mondială. Disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator>

Utilizarea ritmului de creștere a indicatorilor în valoare absolută permit demonstrarea mai evidentă a fluctuațiilor ciclice înregistrate de economii.

În figura 3.3 am prezentat ritmul de creștere al PIB al Republicii Moldova sub forma indicilor cu bază fixă și cu bază mobilă sau în lanț.

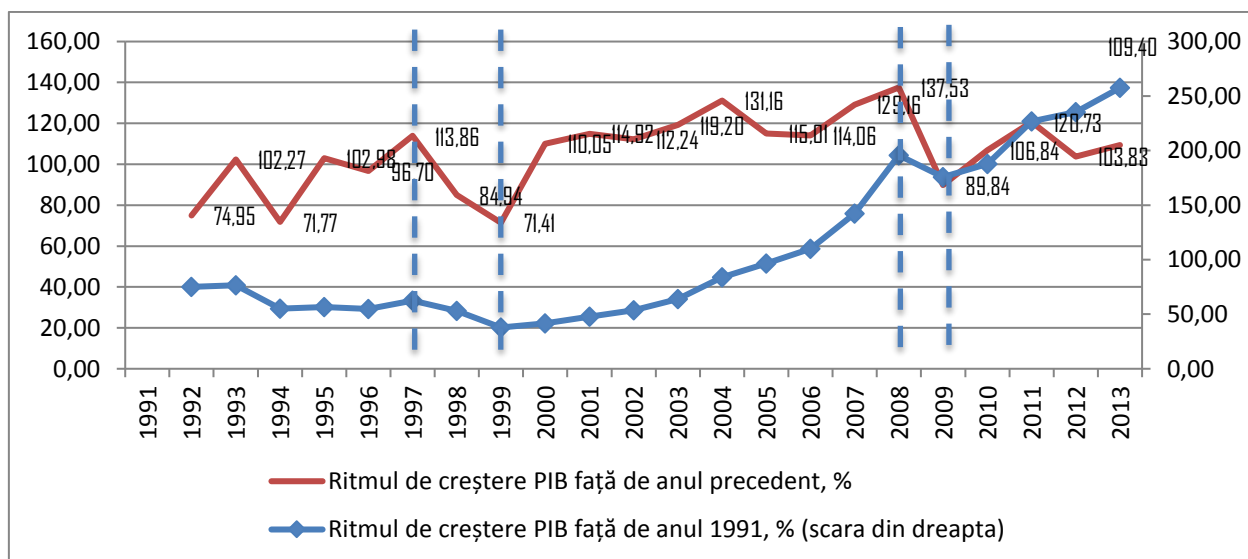


Fig. 3.3. Ritmul de creștere a Produsului Intern Brut al Republicii Moldova, %

Sursa: calculat de autor în baza datelor statistice prezentate de Banca Mondială. Disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator>

Graficul prezentat în figura 3.3 evidențiază o variație permanentă a ritmului de creștere a PIB-ului Republicii Moldova în comparație cu anul precedent, în perioada analizată înregistrându-se perioade de creșteri, dar și descreșteri a PIB, fapt ce demonstrează o dezvoltare ciclică a economiei.

Dacă analizăm cel mai potrivit indice pentru identificarea ciclurilor economice, atunci putem spune că în Republica Moldova, observăm existența unor laguri între variația PIB și a indicilor volumului producției industriale (fig. 3.4), direcția trendului PIB-ului în timp, urmând-o cu decalaje mici pe cea a producției industriale.

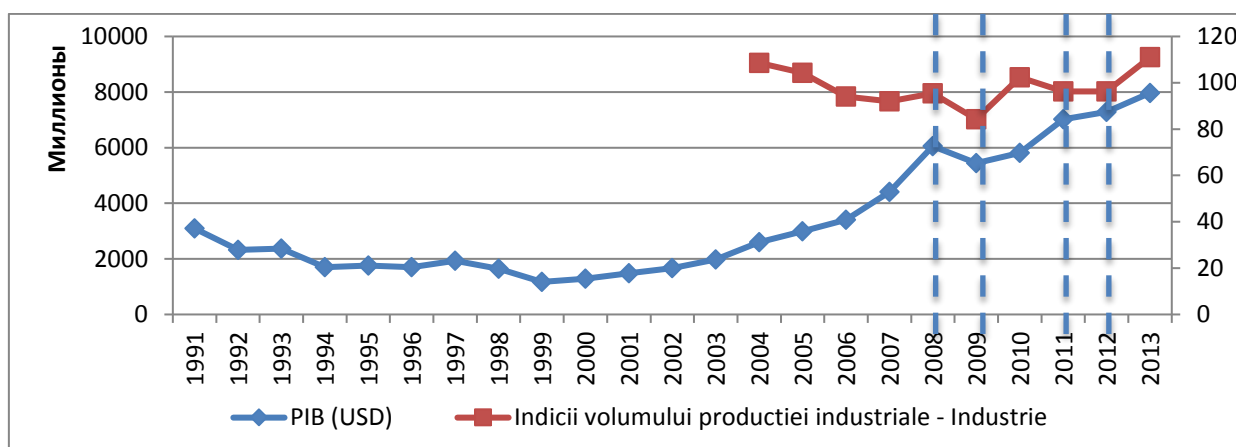


Fig. 3.4. Evoluția Indicilor Volumului Producției industriale în Republica Moldova, %
 Sursa: compilat de autor în baza datelor statistice prezentate de BM, Biroul Național de Statistică a Moldovei, disponibile online la: <http://data.worldbank.org/indicator>; <http://statbank.statistica.md/pxweb/Dialog/Saveshow.asp>

Alți indicatori importanți ce descriu fluxurile ciclice ale economiei cu rol de indici de depășire (ce pot fi utilizați la prognozarea crizelor) sunt numărul întreprinderilor noi deschise, care descriu atât activismul economic, cât și calitatea mediului de afaceri. Și aici, diversificarea în cadrul sistemului economic, analizată din perspectiva utilizării ca măsură anticiclică, poate fi investigată ca multitudinea de subiecți și forme de activitate economică, deosebindu-se ca scară și metode de organizare a activității sale, elemente de mediu instituțional, resurse și tehnologii de producție.

Un alt obiectiv al cercetării de față este urmărirea sincronizării ciclurilor de afaceri cu ciclurile financiare. În vederea cercetării acestora am decis să utilizăm volumul creditelor acordate sectorului privat în calitate de indicator al ciclului financiar (fig.3.5).

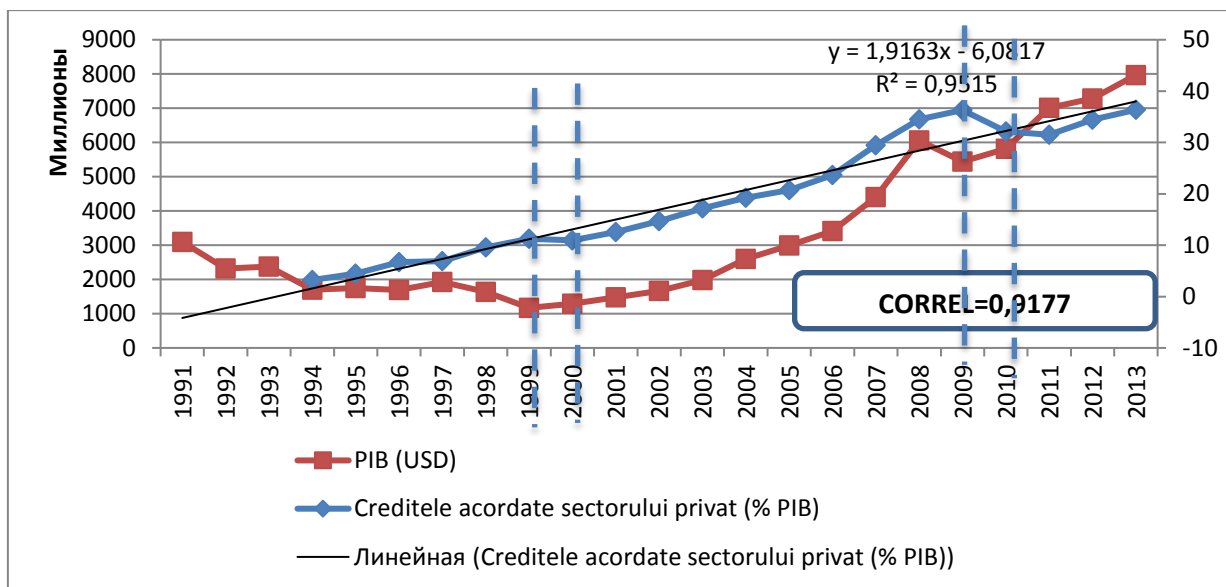


Fig. 3.5. Evoluția PIB și a creditelor bancare acordate sectorului privat în Republica Moldova
 Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNM și BM. Disponibil online la: <http://www.bnm.md/bdi/?lang=ro>, www.bns.md; <http://data.worldbank.org/indicator>

În vederea analizei gradului de asociere între evoluția PIB și a creditelor acordate sectorului privat în Republica Moldova am decis determinarea coeficientului de corelare. Valoarea acestuia de 0,9177 arată existența unei corelații pozitive puternice.

Pentru a cerceta și identifica fluctuațiile ciclice ale economiei României vom utiliza aceeași indicatori.

Deoarece România este stat membru al UE, considerăm utilă analiza comparativă a evoluției indicatorilor macroeconomici ai României cu UE, astfel încât să reușim și ilustrarea (foarte voalată) a convergenței acestora.

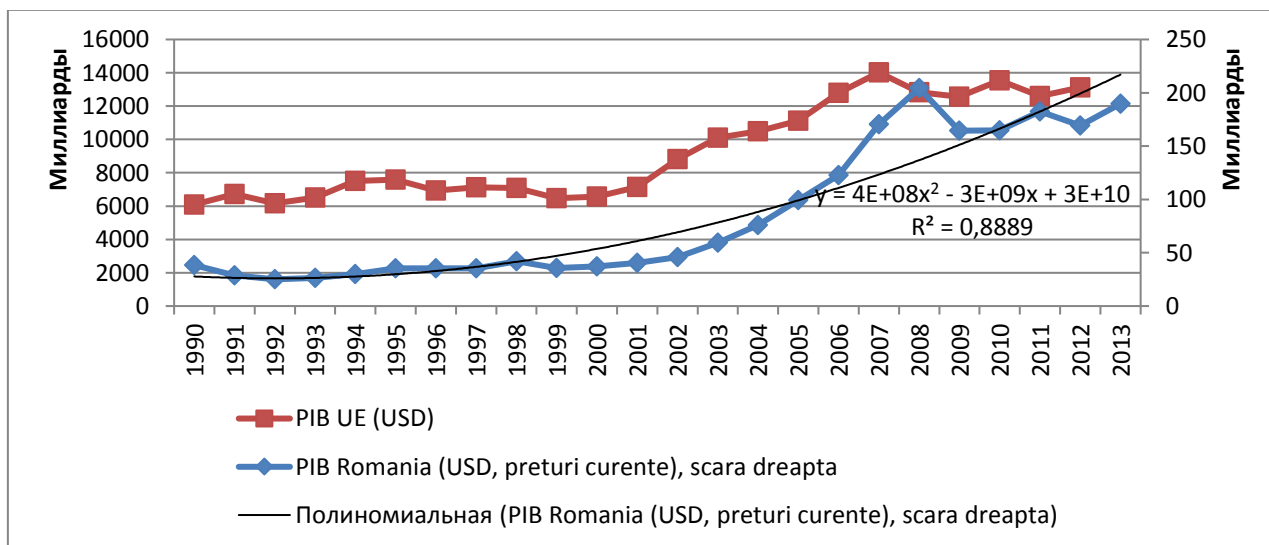


Fig. 3.6. Evoluția Produsului Intern Brut al României și UE
 Sursa: compilat de autor în baza datelor prezentate de Institutul Național de Statistică din România și Worldbank. Disponibil online la: http://www.insse.ro/cms/files/Web_IDD_BD_ro/index.htm; <http://data.worldbank.org/indicator>

Graficul reprezentat în figura 3.6 demonstrează existența unui trend polinomial crescător al PIB-ului României în perioada analizată, coeficientul de determinare R^2 constituind 0,8889.

Totodată, analiza indicilor creșterii cu bază mobilă a PIB-ului României în perioada 1991-2013 indică existența unei amplitudini de variație permanente în ambele sensuri: creștere și descreștere cu o amplitudine suficient de mare în perioada anterioară anului 2009 (fig. 3.7).

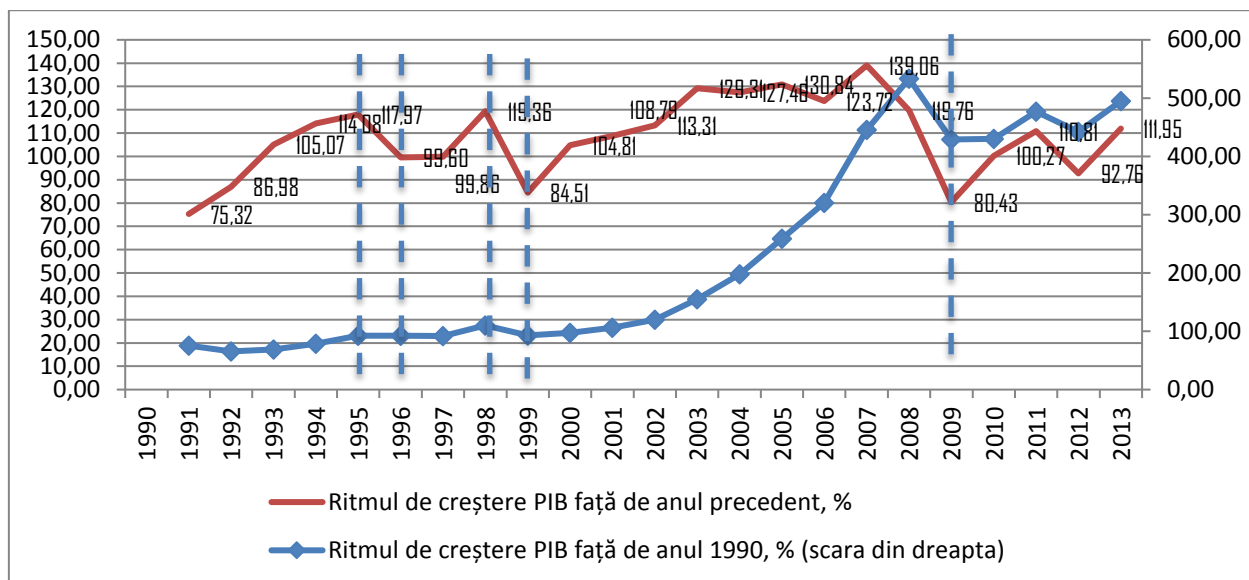


Fig. 3.7. Ritmul de creștere a Produsului Intern Brut al României

Sursa: calculat de autor în baza datelor statistice prezentate de BM. Disponibil online la: <http://data.worldbank.org/indicator>

Astfel, am putea presupune că ar începe să se confirme ipoteza teoretică cu privire la amplitudinea ritmului de creștere a economiei și dependenței capacității de creștere a economiilor naționale de nivelul de dezvoltare economică și anume, că odată cu creșterea gradului de dezvoltare economică, amplitudinea ciclurilor scurte este mai redusă.

Datele prezentate în fig.3.8 prezintă evoluția ciclului de afaceri și celui financiar în România.

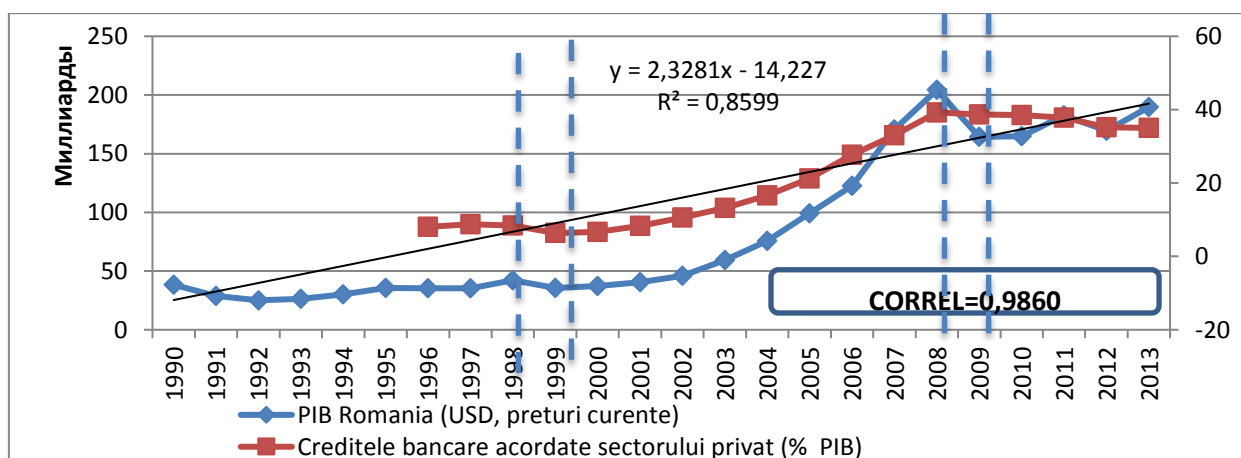


Fig. 3.8. Evoluția PIB și a creditelor bancare acordate sectorului privat în România

Sursa: compilat de autor în baza datelor oferite de BNR și BM.

Indicele de corelație dintre evoluția PIB-ului din România și creditele acordate sectorului privat în România în perioada analizată constituie 0,986005447, fapt ce arată o corelație puternică și în esență, o sincronizare mai bună a ciclurilor de afaceri și a ciclului financiar în comparație cu Republica Moldova.

3.3. Evaluarea și prognozarea stabilității financiare sistemice în Republica Moldova și România

Plecând de la considerentele prezentate anterior, pentru măsurarea empirică a stabilității financiare, dintre metodele statistice și econometrice de măsurare și prognozare a stabilității financiare, precum metoda indicilor, analiza descriptivă, corelarea, analiza de regresie, testele de stres, metode de predicție adaptivă, metoda de avertizare timpurie etc. [169] [170], am decis să aplicăm *metoda indicelui compozit (agregat)*.

Raționamentul alegerii respective reiese din faptul că la definirea stabilității financiare se folosește un set vast de indicatori macroeconomici, care caracterizează diverse aspecte ale stabilității economice și financiare, iar metoda indicelui compozit permite un grad înalt de libertate în a include un număr mare de indicatori și permite atât măsurarea nivelului stabilității sistemice, cât și identificarea sectorului expus mai mult vulnerabilităților, la un moment dat, pe parcursul perioadei supuse analizei.

Metoda propusă se bazează pe metodologia FMI și a BCE de construcție a indicilor de stres financiar, fiind dezvoltată de autor cu includerea indicatorilor caracteristici stabilității financiare pentru toate grupele de agenți economici, care sunt selectați astfel încât:

- să fie reprezentativi pentru economiile cercetate: Republica Moldova și România, cât și
- să corespundă nivelului actual de dezvoltare financiară a acestor țări.

Metoda de determinare a indicilor de stres presupune determinarea nemijlocită a indicelui de instabilitate financiară. În continuare, indicele de stabilitate financiară va fi determinat ca fiind inversul indicelui de instabilitate financiară. În esența lor indicii de stres identifică perioadele de stres.

Acțiunile legate de construcția indicelui compozit al instabilității financiare se realizează în mai multe etape.

În cadrul *Etapei I* am selectat indicatorii ce caracterizează aspectele stabilității financiare pentru grupele de agenți economici AE-1, AE-2, AE-3, AE-4a, AE-4b, AE-5, iar în urma prelucrării matematico-statistice a cărora vom determina indicele compozit al instabilității financiare sistemice. Am decis includerea în model a indicatorilor pentru care sunt disponibile date statistice oficiale pentru perioada ultimilor 15 ani.

Pentru a spori precizia și profunzimea calculelor și a descoperi factorii-cauză ai instabilității financiare sistemice, vom determina și 5 subindici caracteristici sectoarelor interconectate, în cadrul cărora se cuprind 14 indicatori primari:

- I. *Indicele instabilității pieței financiare (IPF) - componenta AE-4b,*
- II. *Indicele instabilității sectorului bancar (ISB) - componenta AE-4a,*
- III. *Indicele instabilității sectorului guvernamental (ISG) - componenta AE-3,*
- IV. *Indicele de vulnerabilitate externă (IVE) - componenta AE-5,*
- V. *Indicele instabilității sectorului gospodăriilor casnice (ISGC) - componenta AE-1.*

Raționamentul selectării indicatorilor reiese din corelarea acestora cu impact asupra stabilității financiare. Astfel, ca exemplu - gradul de adecvare a capitalului măsoară capacitatea sectorului bancar de a absorbi pierderile inopinate și sunt, prin urmare, cel mai apropiat de conceptul „rezistenței la șocuri”; indicatorii de calitate a activelor sunt direct asociați cu riscul potențial de insolvabilitate al băncilor; indicatorii de profitabilitate măsoară capacitatea de absorbție a pierderilor, fără a afecta capitalul; indicatorii de lichiditate măsoară capacitatea de rezistență și adaptare a băncilor la șocurile fluxurilor de numerar etc.[169] [170]

Enumerarea indicatorilor individuali incluși în cadrul indicelui compozit al instabilității financiare sistemice, interpretarea impactului acestora asupra instabilității financiare și specificarea sensului impactului asupra instabilității financiare se cuprinde în tab. A6.1 din anexa 6.

Pentru un rezultat reușit al indicelui compozit este importantă exprimarea tuturor indicatorilor în aceeași unitate de măsură. În acest scop, autorul a decis utilizarea indicilor relativi și a transformat indicatorii exprimați din valori absolute în valori relative, prin raportarea la totalul bilanțier, iar în cazul indicatorilor microeconomici, prin raportarea la mărimea absolută a PIB-ului.

Sursa datelor statistice sunt bazele de date ale Băncii Mondiale, Băncii Naționale a Moldovei și Băncii Naționale a României și organelor statistice din aceste țări.

În componența *indicelui instabilității pieței financiare (IPF)* am inclus volatilitatea ratei reale a inflației (indicatorul notat cu X1), ca și factor derivat al riscului de rată a dobânzii și rata de creștere a masei monetare (X1M), în calitate de determinant al riscului de inflație.

Indicele instabilității sectorului bancar (ISB) se obține prin agregarea a patru indicatori: rata creditelor neperformante (X2), indicele suficienței capitalului (X3), rentabilitatea capitalului (X4) și indicele de lichiditate (X5), care exprimă riscurile de lichiditate și solvabilitate a băncilor.

Din motivul obiectiv legat de lipsa datelor statistice agregate la nivel național privind gradul de îndatorare a firmelor din sectorul real, pentru perioadă propusă pentru a fi analizată, în componența *indicelui instabilității sectorului corporativ (ISC)* am inclus indicatori care informează indirect asupra instabilității financiare a acestui sector: prima de risc la creditare (X6) și ponderea creditului intern acordat sectorului privat (X7). Justificarea selectării acestor indici reiese din logica următoare: ponderea creditului intern acordat sectorului privat descrie creșterea în valoare absolută a gradului de îndatorare a sectorului real, în timp ce prima de risc la credite caracterizează cu mare exactitate nivelul de credibilitate și stabilitate a agenților economici din sectorul real. Creșterea primei de risc la creditare, calculată ca rata dobânzii la credite minus rata de politică monetară, denotă faptul că în momentul evaluării creditorilor, băncile au constatat o înrăutățire a situației financiare a acestora (deci creșterea riscului de instabilitate financiară).

În același timp, creșterea ponderii creditelor acordate sectorului privat ar putea sugera asupra unei posibile acumulări a riscului de credit la nivel de firme și menaje.

În componența *indicelui instabilității sectorului guvernamental (ISG)* am inclus mărimea relativă a deficitului bugetar (X8) și a datoriei publice (X9), ambele relaționând direct cu stabilitatea sectorul public.

Asociat *stabilității sectorului extern* am inclus în model X10 - indicele REER (rata reală efectivă a cursului valutar), și soldul contului curent al BPE (X11), care este deficitar. Ambii indicatori îi considerăm ca fiind cei mai importanți factori determinanți, impactul asupra stabilității financiare a agenților din sectorul real transmițându-se prin intermediul canalului cursului valutar. În același timp, indicatorii relevă cele mai importante caracteristici ale dinamicii activităților externe ale tuturor grupelor de agenți economici.

Pentru a determina indicele *instabilității sectorului gospodăriilor casnice (ISGC)* cel mai potrivit indicator ar fi gradul de îndatorare a acestora. Până în prezent însă, asemenea date nu sunt disponibile, cu atât mai mult pe perioadele cerute de prezenta cercetare. Remarcăm că statistica gospodăriilor casnice continuă să fie foarte rezervată cu privire la situația financiară a acestora.

În contextul descris, am decis să considerăm ca factor caracteristic al stabilității financiare rata de creștere anuală (modificarea) a cheltuielilor de consum final al menajelor (X12). Justificarea teoretică a utilizării acestui indicator are la bază perspectiva prezentată în fig. 2.1. Cu atât mai mult, indicatorii financiari ai gospodăriilor casnice pot fi tratați ca indicatori de avertizare timpurie a calității activelor băncii.

La etapa a II-a am realizat o analiză statistică a indicatorilor selectați, am constatat că este necesară realizarea normalizării datelor. Rezultatele calculelor - șirul de indicatori statistici, ce caracterizează distribuția indicatorilor primari, sunt prezentați în tabelul A7.2 din anexa 7.

Statistica descriptivă demonstrează răspândirea valorii medii de la mediană. Se consideră cu cât mai aproape este valoarea mediană de medie, cu atât distribuția este mai simetrică față de medie și face obiectul unei distribuții normale..

Indicatorul sigma (abaterea medie pătratică) indică asupra erorilor de distribuție. Asimetria, descrisă de indicatorul skewness caracterizează nivelul asimetriei distribuției față de medie și în cazul distribuirii normale tinde către valoarea zero. Prin urmare, pentru indicatorii ROE și deficitul bugetar valoarea medie nu este reprezentativă. Reieșind din acest fapt, pentru a normaliza datele, ne vom baza pe valoarea mediană.

Asimetria pozitivă indică asupra înclinării distribuției spre valorile pozitive ale șirului statistic. De exemplu, în cazul României, indicatorii cu asimetrie pozitivă sunt: creșterea masei monetare, indicele de lichiditate, rata creditelor neperformante, prima de risc la creditare, datoria publică.

Respectiv, asimetria negativă arată spre înclinarea distribuției către valorile negative. În cazul României, asimetria negativă demonstrează rata reală a inflației, suficiența capitalului bancar, creditul intern a sectorului privat, REER, soldul contului curent al BPE și rata de creștere anuală a cheltuielilor de consum final al menajelor.

Luând în considerare faptul că agregarea datelor afectează scara și unitatea de măsură a indicatorilor, dar și reieșind din obiectivul nostru de a lua în considerare impactul fiecăruia dintre factorii selectați asupra indicatorului compozit de instabilitate financiară, în cadrul *etapei a III-a* am realizat normalizarea datelor. Am aplicat procedura de normalizare utilizată de FMI:

$$x_{in} = \frac{x_i - \bar{x}_t}{\sigma_t} \quad (3.1)$$

unde: X_{in} este valoarea normalizată a indicatorului X , pentru trimestrul i ; $\bar{x}_t$ reprezintă valoarea medie a indicatorului X în perioada de timp t , iar σ_t este abaterea standard a indicatorului X în perioada de timp t .

Astfel IPF ia valori în intervalul $[1, 10]$, unde 10 reprezintă cel mai ridicat nivel de stres financiar. Prin urmare, IASF stabilit în cercetarea noastră reprezintă diferența dintre valoarea maximă care poate fi înregistrată de către IPF și valoarea sa reală (fig. 3.9).

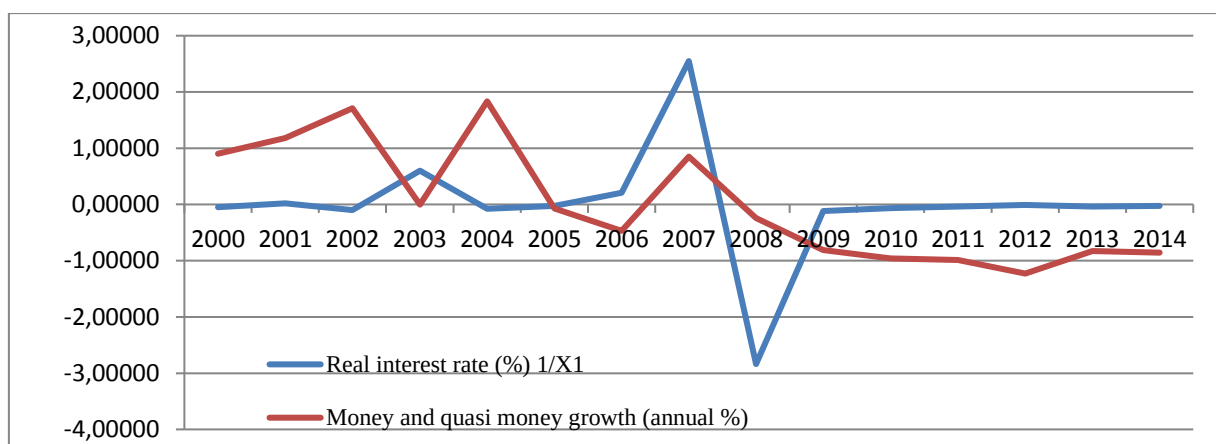


Figura 3.9. Dinamica valorilor normalizate ale subindiciilor din componența indicelui instabilității pieței financiare (IPF) în România

Sursa: calculat de autor.

Datele din fig. 3.9 relevă variația asimetrică în timp a valorilor normalizate ale subindiciilor din componența indicelui instabilității pieței financiare (IPF) în România și o dispersare mai mare în perioada pre-criză.

Provocarea majoră ce se referă la aplicabilitatea metodei de determinare a stabilității financiare se referă la ponderea acordată indicatorilor individuali. În literatura de specialitate se recurge la 2 situații referitoare la ponderea indicatorilor: se acordă aceeași importanță pentru toate variabilele sau se acordă importanță diferită, în cele mai dese cazuri în funcție de părerea experților.

În cadrul etapei a IV-a, am aplicat procedura standard, care constă în a atribui aceeași importanță tuturor variabilelor incluse în indicele agregat și am calculat indicii parțiali ai instabilității financiare sectoriale: IPF, ISB, ISG, IVE, ISGC folosind media aritmetică simplă a indicatorilor individuali încorporați.

Rezultatele calculelor pentru România sunt prezentate în tab.3.3.

Tabelul 3.3.

Indicii instabilității financiare a sectoarelor interconectate stabilității financiare sistemice în România

Anul	IPF	ISB	ISC	ISG	IVE	ISGC
2000	0.426	-0.625	-1.700	-1.043	-0.477	0.943
2001	0.599	-0.809	-1.421	-0.809	-0.823	1.200
2002	0.805	-0.809	-0.044	-0.230	-0.276	0.958
2003	0.299	-0.254	0.608	-0.217	-0.695	0.079
2004	0.879	-0.434	-0.081	-0.005	-0.941	1.071

2005	-0.050	-0.746	-0.036	-0.079	-0.272	1.251
2006	-0.131	-0.484	-0.133	-0.097	-0.189	1.000
2007	1.701	0.016	0.462	0.013	-0.208	0.598
2008	-1.542	0.089	0.140	-0.456	-0.188	-0.741
2009	-0.465	0.401	0.664	-0.669	0.436	-1.509
2010	-0.514	0.661	0.798	0.088	0.505	-0.758
2011	-0.512	1.082	0.284	0.386	0.619	-0.941
2012	-0.618	0.880	0.285	1.096	0.339	-0.877
2013	-0.435	0.143	0.275	0.993	1.052	-1.269
2014	-0.442	0.888	-0.099	1.029	1.118	-1.005

Sursa: calculat de autor.

Calculule prezentate ne permit să deducem că în sectoarele analizate se înregistrează o evoluție dispersată și asimetrică a indicilor ce caracterizează instabilitatea financiară, însă în majoritatea cazurilor, anii 2008-2009 reprezintă puncte de inversare a fluctuațiilor.

Indicii instabilității financiare a sectoarelor interconectate stabilității financiare sistemice în Republica Moldova sunt prezentați în tab. A7.3.

La calcularea indicelui agregat al instabilității financiare sistemice am utilizat formula:

$$IAIF = \frac{2*IPF+4*ISB+2*ISG+2*IVE+ISGC}{13} \quad (3.2)$$

În rezultatul aplicării formulei au fost estimați indicii de stabilitate financiară în România și Republica Moldova.

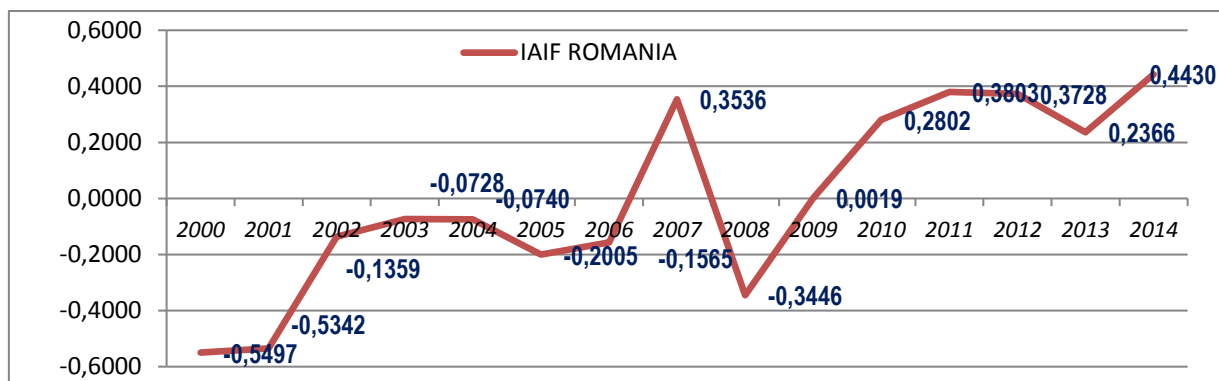


Fig. 3.10. Dinamica valorii indicelui agregat al instabilității financiare (IAIF) în România în perioada anilor 2000-2014.

Sursa: calculat de autor.

Un nivel ridicat de stabilitate financiară este asociat cu un nivel ridicat al IASF, ca urmare în perioada post-criză 2009 se atestă o creștere a stabilității financiare sistemice în România, iar nivelurile minime ale indicatorului corespund cu datele istorice referitoare la crizele financiare

din țară, când România a fost afectată fie de criza regională (2000), fie de criza financiară internațională din 2008.

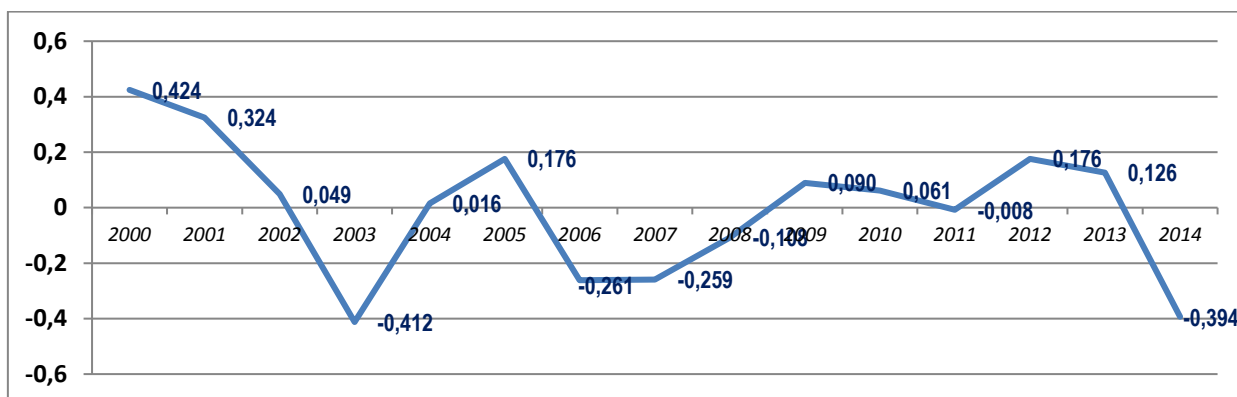


Fig. 3.11. Dinamica valorii indicelui agregat al instabilității financiare (IAIF) în Republica Moldova în perioada anilor 2000-2014.

Sursa: calculat de autor.

Comportamentul indicelui agregat al instabilității financiare (IAIF) în Republica Moldova indică asupra existenței a trei puncte de cotitură inferioară, care coincid cu fazele de ascensiune din economia țării, anii 2003, 2006 și 2014, în prezent, înregistrându-se o agravare a valorii indicelui agregat al instabilității financiare. După cum observăm, criza financiară internațională recentă nu a afectat major stabilitatea financiară, iar către anul 2014, indicele a scăzut simțitor.

Fiecare dintre subsectoare au adus contribuții diferite la stabilitatea financiară sistemică după cum este prezentat în fig. 3.12.

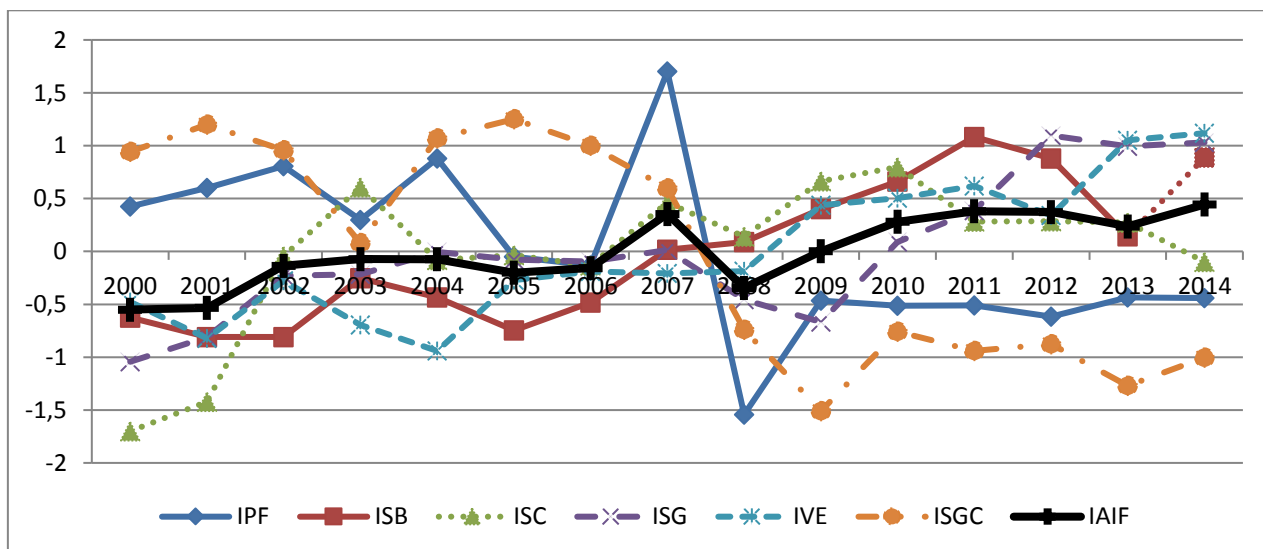


Fig. 3.12. Dinamica valorii indicilor instabilității financiare sectoriale și sistemice în România în perioada anilor 2000-2014.

Sursa: calculat de autor.

Dintre toate sectoarele, corelația pozitivă puternică cu instabilitatea financiară sistemică s-a înregistrat între instabilitatea sistemului bancar (ISB) și vulnerabilitatea externă (IVE). Contribuție pozitivă asupra stabilității financiare exercită sectorul gospodăriilor casnice.

Comportamentul indicilor instabilității financiare sectoriale în Republica Moldova (tab. A7.1 din anexa 7) demonstrează contribuția enormă a instabilității sectorului bancar asupra indicelui compozit.

În continuare vom încerca să prognozăm situația stabilității financiare cu aplicarea metodelor statistice. Vom utiliza metoda prognozei adaptive, cu variațiile: lisajul exponențial simplu, lisajul exponențial dublu și Modelul lui Holt-Winters.

Metodele adaptive (nivelarea exponențială) se deosebesc de alte modele de prognozare prin faptul că „acestea reflectă proprietățile actuale ale șirului și sunt capabile să ia în considerare în mod continuu evoluția caracteristicilor dinamice ale proceselor studiate”. Modelele adaptive sunt destinate în principal pentru prognoze pe termen scurt. Scopul metodelor adaptive este de a construi modele de auto-corectare, care sunt în măsură să reflecte condițiile în schimbare în timp.

Consecutivitatea procesului de adaptare, în general, arată în modul următor. Se presupune că un model este într-o anumită stare inițială (adică sunt definite valorile curente ale indicatorilor săi) și în baza acestora se realizează prognoza. Apoi se calculează erorile de prognoză pentru modelele adaptive și se analizează modul în care diferă rezultatul obținut drept urmare a modelării de valoare reală a șirului.

Rapiditatea reacției modelului la modificarea dinamicii procesului caracterizează așa-numitul parametru de adaptare.

Modelul adaptiv se bazează pe calcularea mediei exponențiale. Utilizăm cele două variații: lisajul exponențial simplu și lisajul exponențial dublu. Tehnica lisajului exponențial este utilizată în cazul unei cronici afectate de o tendință aleatorie.

Nivelarea regroupează mulțimea tehnicilor empirice care au caracteristici comune de a acorda o importanță sporită valorilor recente ale șirului. Aceste metode se numesc metode de filtraj sau nivelare ce presupun ca, cronica să fie structurată în modul următor:

$$X_t = f(t)^k + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

unde $f(t)$ este funcție polinomială de gradul k .

Principiul de bază al lisajului exponențial presupune:

$$X_t^s = \alpha X_t + (1 - \alpha) X_{t-1}^s, \quad (3.4)$$

unde X_t^s valoarea mediei exponențiale în momentul t , X_t – valoarea șirului analizat în momentul t , $0 < \alpha < 1$ – parametru de adaptare (sau nivelare).

Modelul de lisaj exponențial dublu se aplică unei cronici de tipul:

$$X_t = a_t + b_t t + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

unde $a_t = a$, $b_t = b$, acesta constă în a efectua o dublă nivelare a lui x_t deja glisată. Se va presupune ca este situată pe un interval local și se va calcula valoarea nivelată a modelului determinist:

$$X_t = a + b t \quad (3.6)$$

În baza formulelor lisajului exponențial simplu (LES) se poate defini expresia și pentru lisajul exponențial dublu.

Modelul Holt Winters include o ecuație de prognoză și trei ecuații de netezire – una pentru nivelul seriei a_t , una pentru componenta trend b_t și una pentru componenta sezonieră.

În cazul nostru modelul lui Holt-Winters cuprinde doi parametri: unul pentru ordonata originii a_t și alta pentru panta b_t .

Efectuăm două nivelări distincte:

Lisajul mediei a cu ajutorul coeficientului de nivelare α , $\alpha \in [0;1]$

Lisajul tendinței b cu ajutorul coeficientului de nivelare β , $\beta \in [0;1]$

Nivelarea mediei se va efectua după relația: $a_t = \alpha x_t + (1-\alpha)(a_{t-1} + b_{t-1})$ (3.7)

Nivelarea tendinței se va efectua după relația: $b_t = \beta(a_t - a_{t-1}) + (1-\beta)b_{t-1}$ (3.8)

Rezultatele calculului modelelor adaptive pentru România sunt prezentate în tab A7.4. Comparînd erorile obținute, selectăm prognoza care oferă cele mai mici erori.

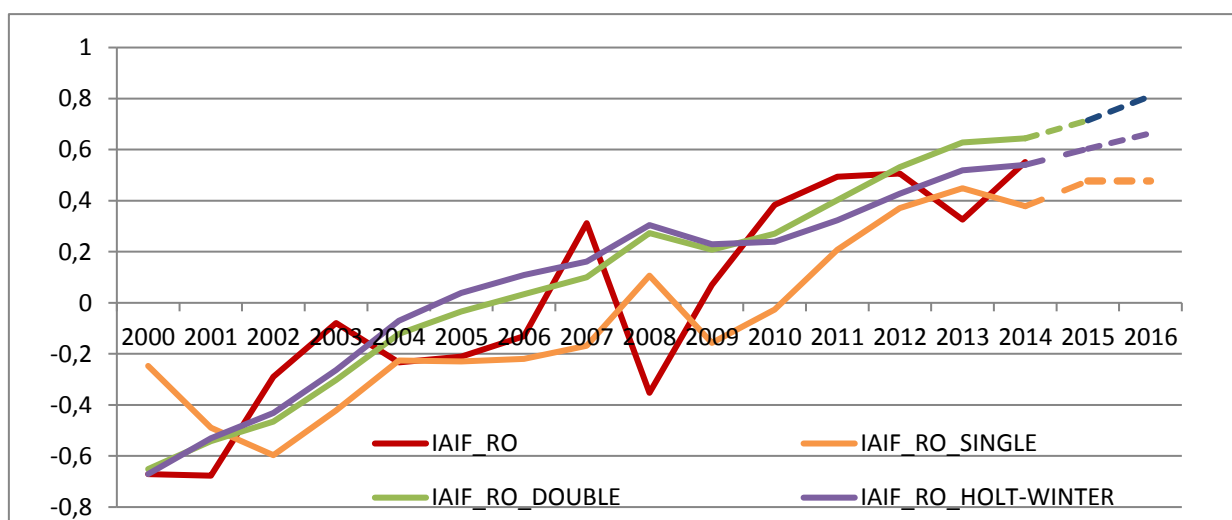


Fig. 3.13. Prognoza indicelui agregat al instabilității financiare în România în baza metodelor adaptive

Sursa: calculat de autor pe baza softului econometric Eviews 7.1.

Prin urmare, prognoza acceptată este cea dată de modelul lui Holt-Winters și conform căreia în România pentru anii 2015-2016 se anticipează o creștere a instabilității financiare sistemice.

Rezultatele aplicării metodelor adaptive (fig. A7.2) anticipează și pentru Republica Moldova o creștere a instabilității financiare sistemice în anii 2015-2016.

Urmărirea corelației dintre instabilitatea financiară sistemică și fluctuațiile ciclice ale economiilor analizate, demonstrează lipsa unei determinări între aceste variabile.

Statisticile disponibile arată că în România, în perioada 2000-2014, indicele de corelație dintre instabilitatea financiară sistemică și fluctuațiile ciclice ale economiei a constituit 0,5458, indicând asupra unei relații pozitive de intensitate medie.



Fig. 3.14. Corelația dintre instabilitatea financiară sistemică și fluctuațiile ciclice ale economiei României

Sursa: calculat de autor pe baza softului econometric Eviews 7.1

În aceeași perioadă, în Republica Moldova indicele de corelație a înregistrat corelație negativă slabă, valoarea fiind: -0,1329.

Datorită neconcordanțelor relatate mai sus, nu este concludent dacă creșterea stabilității financiare sistemice induce creșterea economică sau nu. Astfel, prin studiul reflectat de autor se încearcă investigarea existenței unei dependențe dintre creșterea stabilității financiare și performanța de creștere economică a Republicii Moldova și României.

În continuare autorul a decis aplicarea analizei de regresie pentru identificarea corelației dintre instabilitatea financiară și ciclurile economice, determinate strict de variația ratei de creștere economică înregistrată de economiile analizate.

Identificarea unui model matematic al legăturii dintre variabilele selectate – IASF-ul, pe de-o parte, și rata creșterii economice, pe de altă parte - presupune parcurgerea următoarelor etape: identificarea unor relații matematice ale modelului pe baza reprezentării grafice a corelației dintre variabile; estimarea parametrilor pentru model cu ajutorul metodei celor mai mici pătrate (MCMMP), care presupune minimalizarea sumei pătratelor abaterilor valorilor empirice de la valorile estimate; testarea semnificației modelului ales și a coeficienților funcțiilor găsite; interpretarea economică a parametrilor testați.

În prima fază a demersului analizei de regresie, au fost construite reprezentările grafice privind corelația dintre variabile (fig. 3.61 și fig. A8.1) și au fost construite ecuațiile de regresie

pentru indicii instabilității financiare, urmărind estimarea legăturii dintre stabilitatea financiară și celelalte obiective ale politicilor economice.

Dintre indicatorii financiari care exercită impact asupra instabilității financiare, extrași din diferite lucrări de cercetare pe acest subiect, dar și estimați în cadrul analizelor precedente, am dedus că indicele instabilității financiare sistemice (IAIF), considerat în analizele noastre ca fiind variabilă dependentă, este funcție de următoarele variabile macroeconomice, considerate independente: X1 - creșterea economică, notată cu GDP, ce arată modificarea PIB-ului, X2 - indicele prețurilor de consum, notat cu CPI, X3 – rata reală a dobânzii (real interest rate), notată cu RIR, X4 – deficitul bugetar (% din PIB), notat cu DEFICIT, ε - eroarea stohastică.

La aplicarea modelării, care a demonstrat relevanță, a rezultat următoarea ecuație de regresie pentru România:

$$\text{IAIF_RO} = -0.0325 \cdot \text{GDP_RO} + 0.0142 \cdot \text{CPI_RO} - 0.027 \cdot \text{RIR_RO} + 0.064 \cdot \text{DEFICIT_RO} - 0.679 \quad (3.9)$$

În tabelul A8.1, sunt prezentate rezultatele obținute în baza modelului econometric folosit prin regresia IASF în raport cu creșterea economică (ca variabilă caracteristică ciclicității economice), rata inflației și a dobânzii și deficitul bugetar, folosind datele anuale și modelul de bază descris mai sus. În figura A.8.2, acest lucru este confirmat vizual printr-o suprapunere evidentă a liniei trendului ce reflectă evoluția IAIF cu linia trendului ce reflectă evoluția ajustată a IAIF-ului conform modelului elaborat.

Reieșind din ecuația de regresie (3.9), constatăm că la o creștere a PIB cu 10%, IAIF descrește cu 0,325%, la o creștere a indicelui inflației cu 10%, IAIF crește cu 0,14%, la o creștere a ratei reale a dobânzii cu 10%, are loc o descreștere a IAIF cu 0,27%, relația între deficitul bugetar și instabilitatea financiară sistemică este pozitivă, fiind egală cu 0,64%.

Rezultatele sugerează că stabilitatea financiară este influențată pozitiv de creșterea economică și existența unei rate reale pozitive a dobânzii, în timp ce indicele prețurilor de consum și deficitul bugetar influențează negativ stabilitatea financiară sistemică.

Modelul aplicat în cazul României nu a demonstrat rezultate acceptabile pentru Republica Moldova. Prin urmare, s-a decis modificarea lui și identificarea relației dintre stabilitatea financiară și alți indicatori macroeconomici, fiind exclus indicele creșterii economice (rata de creștere a PIB-ului), deoarece nu a demonstrat impact semnificativ asupra IAIF.

Noul model arată că în Republica Moldova cel mai semnificativ impact asupra comportamentului indicelui instabilității financiare îl are indicele prețurilor de consum, impactul manifestându-se cu întârziere în timp. Evaluarea variabilei IPC indică o asociere pozitivă cu

indicele de instabilitate: cu cât valorile IPC în trecut au fost mai mari, cu atât mai mari s-a dovedit a fi IAIF. Pe termen scurt, valori în scădere ale IPC, duc la creșterea pe termen scurt, momentană, a indicelui instabilității financiare.

Pentru Republica Moldova a fost estimată următoarea ecuație:

$$\text{IAIF_MD} = -0.088 \cdot \text{IPC_MD} + 0.097 \cdot \text{IPC_MD} + 0.050 \cdot \text{DEFICIT} - 0.033 \cdot \text{RIR} + 0.075 \quad (3.10)$$

În tabelul A8.2, sunt prezentate rezultatele obținute în baza modelului econometric folosit prin regresia IASF în raport cu rata inflației și a dobânzii și deficitul bugetar, folosind datele anuale și modelul de bază descris mai sus.

Indicatorii ce caracterizează calitatea modelului de regresie, demonstrează relevanță. Indicatorul F-statistic indică asupra unui efect combinat semnificativ statistic al determinanților asupra comportamentului IASF. Coeficientul de determinare R-pătrat denotă că comportamentul variabilei cu o aproximație de 86% este determinat de variabilele incluse în model (IPC, RIR, DEFICIT). În figura A.8.3, acest lucru este confirmat vizual.

Ca urmare, utilizând valorile prognozate ale regresorilor, au fost calculate valorile viitoare ale indicelui instabilității financiare, eroarea de prognoză constituind $\pm 0,134$. Dispersia valorilor prognozate obținute este foarte mare, fapt ce indică o instabilitate financiară majoră.

3.4. Concluzii la capitolul 3

1. Luând în considerare multiplele puncte de vedere cu privire la ecuația evoluției activității economice, în absoluta majoritate savanții, școlile și curente de gândire economică recunosc existența procesului dezvoltării ciclice a economiilor. Până în prezent, însă, la forurile internaționale pe tematica crizelor economice și financiare persistă dezacordul referitor la cauzele crizelor, durata acestora și, în particular, la capacitatea de stabilizare autonomă. Deopotrivă cu incapacitatea de stabilizare autonomă, cercetările din ultimele trei decenii demonstrează efecte perverse ale intervenției statului în economie (adeptii economiei ofertei „supply side”) și accentuează impactul necorespunzător și limitat al politicilor monetare (extinderea exagerată a creditului, necorelată cu procesul creșterii economice reale, care „tratează” leger creșterea economică).

2. Varietatea și multitudinea cercetărilor consacrate fluctuațiilor ciclice și crizelor derivă din imposibilitatea cunoașterii și prezicerii duratei și amplitudinii ciclurilor, a factorilor declanșatori, momentului declanșării și vitezei de contagiune. O trăsătură comună a crizelor economice din ultima jumătate de secol, relevă că *componenta financiară în cadrul crizelor este*

tot mai pronunțată, și deja este demonstrată iminența riscurilor de ordin financiar în declanșarea crizelor.

3. Datele statistice din Republica Moldova și România, conturează existența unei corelații puternice între ciclul economic și ciclul financiar cu existența unui lag de întârziere cu durată de 2 ani în perioada ante-criză și 1 an în perioada post-criză. Considerăm că reducerea lag-ului se datorează eficienței măsurilor de redresare a economiei și sistemului financiar aplicate în toate statele și la nivel global.

4. În condițiile tendințelor de globalizare și integrare economică, când se pare că evoluțiile tind să devină tot mai sincrone, nu se atestă însă o uniformizare sau tendință de apariție a unei evoluții sinuoase unice în plan mondial.

5. Cercetarea literaturii de specialitate consacrate tematicii modelelor econometrice de analiză a stabilității financiare demonstrează existența unei vaste varietăți a acestora, clasificate după mai multe criterii, dar care conțin ca regulă teste de anticipare a situațiilor de instabilitate financiară a sistemului financiar (care pot genera sau se pot transforma în crize financiare sau economice). Deja mai multe bănci centrale aplică modele de estimare a stabilității financiare. Ca regulă rezultatele testărilor sunt aduse la cunoștința publicului. Este greu de afirmat a priori, dacă, prin publicarea acestor rezultate se contribuie, cu adevărat, la creșterea gradului de stabilitate financiară sistemică. Este posibil ca anumite riscuri să nu fie analizate în rapoartele respective, și ca urmare informația privind soliditatea sistemului financiar ar fi denaturată. Pe de altă parte, atunci când rezultatele indică un nivel considerabil de risc, publicarea acestora ar putea amplifica vulnerabilitatea sistemului.

6. În contextul descris, autorul a elaborat și propus un indicator agregat de măsurare a instabilității financiare sistemice, care se compune din subindici ce caracterizează instabilitatea financiară a agenților economici agregați și sectoarelor interconectate stabilității financiare sistemice și care, în esență, permite estimarea nivelului de stres financiar în dinamică.

7. Sistemul de indicatori a fost validat pe datele statistice din România și Republica Moldova. Rezultatele analizelor efectuate indică o deviere a stabilității financiare sistemice în perioada anilor 2000-2014, atât la nivel agregat, cât și în diverse sectoare ale economiei. Analiza datelor statistice demonstrează impactul major al instabilității sectorului bancar asupra stabilității financiare sistemice, dar și contribuția pozitivă a creșterii consumului final al gospodăriilor casnice asupra inducerii stabilității financiare sistemice.

8. Analiza indicatorilor ce caracterizează factorii determinanți ai stabilității financiare accentuează complexitatea fenomenului stabilității financiare, dar demonstrează o reziliență acceptabilă a sistemelor financiare a Republicii Moldova și României în timpul crizelor.

9. În opinia autorului, evoluția pozitivă a indicelui de stabilitate financiară se datorează influenței a următorilor trei factori principali: 1) perfecționarea mecanismelor de reglementare și supraveghere a băncilor, realizat în contextul implementării prevederilor Acordului Basel și directivelor europene și 2) mișcarea pe spirala ciclului de afaceri din zona crizei spre ascensiune, mișcare urmată de ciclul financiar, datorată caracterului prociclic al acestuia, 3) sporirea stabilității financiare a gospodăriilor casnice. Aceștia sunt factorii cu cea mai mare contribuție pozitivă la stabilitatea financiară sistemică în România și Republica Moldova.

10. Prognozarea stabilității financiare, realizată de autor cu aplicarea metodelor adaptive, prin lisajul exponențial dublu, anticipează o sporire a stabilității financiare sistemice în România în anii 2015-2016, fapt ce se explică prin evoluțiile economice pozitive înregistrate pe parcursul ultimilor ani, corelate cu eficiența actului de supraveghere bancară. Pentru Republica Moldova se anticipează o creștere a instabilității financiare sistemice.

11. Pentru verificarea relației dintre stabilitatea financiară sistemică și ciclurile economice, dar și a impactului indicatorilor macroeconomici a fost utilizată metoda regresiei. Cu toate că rezultatele testării au demonstrat relevanță statistică în cazul ambelor state analizate, autorul sugerează asupra continuării cercetărilor axate pe interconexiunile dintre aceste fenomene, cât și canalele de transmisie a impactului unuia asupra celuilalt.

12. Concluzia generalizată ce reiese din prezentul capitol se rezumă la accentuarea necesității gestiunii anti-criză și intensificării supravegherii financiare continue, așa cum acestea sunt fenomene ce corelează pozitiv, ambele caracterizate de efecte economice, financiare, sociale și politice destructive majore, iar sincronizarea evoluției lor în aria negativă ar putea fi catastrofală.

4. RAȚIONALIZAREA DIRECȚIILOR ȘI MĂSURILOR DE CONSOLIDARE A STABILITĂȚII FINANCIARE A AGENȚILOR ECONOMICI

4.1. Retrospectiva reformelor politicilor regulatorii orientate spre relansarea economică și stabilitatea financiară în perioada post-criză

Stabilitatea financiară internațională se află actualmente sub semnul incertitudinii din cauza slăbiciunilor evidențiate în cadrul economiilor naționale, a manifestării fenomenului de contagiune și hazard moral, remarcându-se faptul că sistemul financiar este caracterizat printr-o înaltă sensibilitate la presiunile de orice natură existente, la toate nivelurile: micro, mezo, macro și global, dar și la acumulările de riscuri în interiorul său.

Factorul primordial ce subliniază necesitatea intervențiilor în scopul menținerii stabilității financiare este caracterul prociclic al sistemului financiar în întregime, ceea ce înseamnă că odată cu intrarea economiilor în faze de depresiune, sistemul financiar imediat își încetinește viteza și amploarea activității, în acest mod contribuind la adâncirea trendului fluctuației economice, fiind recunoscut adesea că, instabilitatea financiară a acestuia ajunge să exercite un *efect de frânare pronunțată asupra economiei*. În funcție de gravitatea dezechilibrelor, acestea trebuie grupate după gradul de risc privind declanșarea unei crize financiare, fie dacă ne referim la echilibrele externe sectorului financiar, în funcție de riscul de a declanșa criză financiară [108].

Dezechilibrele care apar în activitatea reală au efect de contagiune asupra sistemului financiar, iar în cazul în care impactul este major autoritățile publice (băncile centrale și guvernele) sunt obligate să intervină.

În principiu, măsurile de prevenire, remediere și înlăturare a consecințelor crizelor sunt de două tipuri:

- măsuri de natură discreționară (adoptarea unor acte normative de disciplinare a pieței; elaborarea reglementărilor și procedurilor de supraveghere; conceperea și aplicarea unor politici macroeconomice adecvate; perfecționarea sistemului judiciar; etc.) care au rolul de a întări stabilitatea financiară sau de a elimina dezechilibrele;

- măsuri menite să restabilească încrederea în sistemul financiar (comunicate oficiale cu rolul de a face cunoscute instituțiile vulnerabile; garantarea depozitelor; acordarea de credite de ultimă instanță pentru prevenirea sau depășirea unor șocuri conjuncturale etc.) [86].

Data de 2 aprilie 2009 a devenit moment de referință în „istoricul” crizei financiare mondiale din 2008, reprezentând întâlnirea ce a reunit liderii celor mai importante 20 de state

industrializate și în curs de dezvoltare din lume (G-20), unde se urmărea găsirea unei soluții-miracol coordonate, care să stopeze recesiunea.

Obiectivul principal al Summit-ului a fost sporirea cuprinderii supravegherii financiare, astfel încât niciun produs al pieței financiare, niciun participant la piața financiară și nicio piață financiară să nu rămână în afara ariilor de reglementare și supraveghere. În timpul Summit-ului s-au încheiat acorduri care se referă la o serie de măsuri de relansare a creșterii economice.

Tabelul 4.1

Măsuri strategice de relansare a creșterii economice decise la Summit-ul G-20 din anul 2009

Domeniul de intervenție	Instrumente utilizate, eforturi și impactul așteptat
Planuri de relansare	Efortul bugetar total al G-20 estimat la 2.500 mld. dolari, adică 2% din PIB-ul mondial.
Politica monetară	Reducerea dobânzilor de politică monetară și menținerea la un nivel cât mai scăzut, atât timp cât va fi necesar pentru a susține cererea.
Salvarea sectorului bancar	G-20 a încurajat utilizarea tuturor modalităților și planurilor de susținere a băncilor: aportul de lichidități, recapitalizarea, garantarea depozitelor etc.
Ajutoare de dezvoltare	G-20 a decis să se implice în creșterea substanțială a finanțărilor către băncile de dezvoltare și să ajute țările sărace, care sunt cele mai afectate de criză
Creșterea resurselor FMI	Dublarea, cel puțin, a resurselor FMI.
Lupta contra protecționismului	G-20 va avea în atenție evitarea oricărei forme de protecționism.

Sursa: compilat de autor.

Summit-ul nu a reușit însă să găsească modalități clare de soluționare a problemei produselor toxice din bilanțurile unor bănci, fapt ce împiedică relansarea operațiunilor de creditare, așa cum cere o revigorare economică solidă și nicio formulă corespunzătoare privind activitatea coordonată de stimulare bugetară la nivel global [91] [129].

Drept urmare, peste 3 ani, două cele mai mari economii din lume SUA și Uniunea Europeană, au decis să urmeze strategii proprii pentru a stopa recesiunea mondială. În timp ce Statele Unite au fost promotoarele ideii că guvernele trebuie să cheltuiască suficient pentru a suplini cererea ce s-a micșorat considerabil după ce consumatorii americani au diminuat consumul la nivel global, guvernele din Europa susțineau că nu sunt pregătite să continue cu noi pachete de stimulare, în afara celor care atinseseră nivelul de 3,3% din PIB-ul UE. În esență, strategiile celor două tabere au cuprins diverse seturi de măsuri, inclusiv unele identice:

Măsurile strategice de relansare a economiei după criza financiară mondială din 2009

Viziunea americană	Viziunea europeană
Soluționarea problemelor cu impact pe termen scurt	Adoptarea unei politici expectative în privința stimulentei economice
Introducerea unui program de stimulente fiscale	Reglementarea mai puternică a sistemului financiar
	Țintirea deficitului bugetar prin reducerea cheltuielilor guvernamentale

Sursa: compilat de autor. [108] [179] [180].

În zona euro, în timpul recente crize economice, cu scopul de a stabili activitatea financiară, BCE și guvernele naționale au luat măsuri repetate:

- I. La început, intervențiile au fost reprezentate de injecții de lichiditate în piață – ca acțiune în calitate de împrumutător de ultimă instanță.
- II. Ulterior a avut loc o reformă amplă a cadrului instituțional de reglementare și supraveghere și a fost construit un nou mecanism de susținere a stabilității financiare a băncilor în calitate de instituții individuale și ca urmare la consolidarea sistemului financiar în ansamblu.

Implicându-se activ în procesul de reinstaurare al încrederii în instituțiile financiare, în data de 23 septembrie 2009, Comisia Europeană a adoptat o comunicare cu privire la un pachet de proiecte legislative privind supravegherea sectorului financiar în Europa [28].

Scopul acestor măsuri este acela de a remedia deficiențele în domeniul supravegherii financiare europene și de a contribui activ la prevenirea viitoarelor crize financiare.

Pachetul de proiecte legislative propune constituirea unui *Comitet European pentru Risc Sistemic*, care să monitorizeze și să evalueze riscurile ce amenință stabilitatea sistemului financiar în ansamblu și al unui *Sistem European al Supraveghetorilor Financiarilor pentru supravegherea instituțiilor financiare individuale*.

Ca urmare în anul 2010 în UE a fost creat un cadru european de supraveghere a sistemului financiar, constituit din mai multe instituții (fig. A9.1).

Misiunea CERS este de a *emite din timp avertismente cu privire la riscurile susceptibile să apară și recomandări privind măsurile ce se impun în vederea gestionării riscurilor respective*. Crearea CERS urma să soluționeze una dintre problemele fundamentale evidențiate în contextul crizei – vulnerabilitatea sistemului financiar în fața unor riscuri sistemice sectoriale și transectoriale interconectate complexe[28].

La 9 mai 2010, cele 27 de state membre ale Uniunii Europene au fost de acord să creeze Fondul European de Stabilitate Financiară (FESF) [94]. Mandatul FESF este de a proteja stabilitatea financiară în Europa, prin acordarea de asistență financiară pentru statele membre din zona euro.

Așa cum arhitectura de supraveghere creată nu a demonstrat suficiență, în timpul Consiliului European de toamnă din luna octombrie 2012, liderii europeni au decis crearea unui *organism unic pentru supravegherea sistemului bancar*, care prevede diminuarea influenței guvernelor asupra băncilor, considerându-se ca acestea au stat la baza crizei financiare, și prevede cuprinderea a peste 6.000 de bănci din zona euro [94].

Nici aceasta nu a demonstrat suficiență, și începând cu luna noiembrie 2012 și până în noiembrie 2013 instituțiile UE, în strictă corespundere cu prevederile legislației europene, au realizat o serie de acțiuni (emiterea și aprobarea de acte juridice) consacrate *constituirii Uniunii Bancare* [8]. Ca urmare la 18 decembrie 2013 la Bruxelles a fost încheiat Acordul privind Uniunea Bancară [28].

Principalul argument în favoarea înființării Uniunii Bancare Europene (UBE) vizează construirea unui cadru financiar integrat în vederea salvagădării stabilității financiare și a reducerii la minimum a costurilor eșecurilor bancare [28].

Abandonul opțiunilor naționale, în favoarea unei autorități europene unice, legate de politică financiară și supravegherea bancară, reprezintă în esență excluderea suveranității naționale în aceste domenii, aduce în centrul discursurilor *conceptul de financial trilemma*, care evidențiază *imposibilitatea îndeplinirii simultane a trei obiective, și anume: stabilitatea financiară, menținerea politicilor financiare naționale și integrarea financiară*.

La scurt timp Comisia Europeană a propus constituirea unui Mecanism unic de rezoluție (MUR) pentru Uniunea Bancară, cu scopul de a asigura o rezoluție ordonată a băncilor în dificultate majoră, cu costuri minime pentru contribuabili și pentru economia reală.

Implicit MUR înseamnă și gestionarea eficientă a crizelor bancare, minimizarea apelului la fonduri publice, deplasarea costului salvării băncilor din sfera contribuabililor în zona acționarilor și creditorilor (recapitalizarea internă: bail-in). Intrarea în vigoare a mecanismului unic de rezoluție era prevăzută pentru 2015, însă regulile pe baza cărora ar urma să se stabilească ordinea creditorilor în cazul salvării unei bănci nu vor fi operaționale decât în 2018.

În perioada următoare, CE a modificat regulile referitoare la ajutoarele de stat pentru bănci, astfel că, înainte ca băncile să poată solicita o finanțare publică, acționarii și creditorii subordonați să fie primii care trebuie să contribuie.

În altă parte a lumii – în SUA - echipa președintelui Obama, fiind ferm susținătoare a teoriilor intervenției statului în sectorul privat, în acțiunea de redresare economică, în februarie 2009, s-a angajat să injecteze piața financiară cu 2.500 mld. dolari (peste 1.900 mld. euro), 350 mld. dolari provenind din fonduri guvernamentale, iar restul sumelor de la investitorii privați și de la Banca Centrală (Federal Reserve - Fed) [90].

În paralel și Senatul American a votat în favoarea adoptării planului de stimulare economică în valoare de 787 mld. dolari al președintelui, care avea ca obiectiv crearea a trei-patru milioane de locuri de muncă în următorii doi ani în infrastructură, industria energiei din surse regenerabile și în educație.

Planul de redresare mai include împrumuturi și alte mecanisme financiare în valoare de 100 de miliarde de dolari pentru dezvoltarea utilizării energiei curate în sectorul privat. Principala componentă a programului Trezoreriei era îmbinarea fondurilor publice cu cele private pentru a cumpăra active bancare lichide în valoare de 1.000 miliarde de dolari și pentru a extinde un program al Băncii Centrale de sprijinire a operațiunilor de creditare. În același timp, guvernul federal a continuat programul de injectare a banilor publici și întărirea supravegherii instituțiilor financiare [90].

În Republica Moldova măsurile de redresare a economiei naționale aplicate după declanșarea crizei financiare din 2009 au fost mai reduse, ceea ce este parțial justificat de faptul că economia națională a fost afectată într-o proporție mai mică decât alte economii naționale. Considerăm că factorul ce a determinat această situație este anume dezvoltarea modestă a sistemului financiar din perspectiva piețelor financiare și a expunerii reduse față de finanțarea din exterior.

Măsuri de redresare au fost luate oricum. În baza Hotărârii Guvernului Republicii Moldova nr. 449 din 02.06.2010, a fost creat Comitetul Național de Stabilitate Financiară (CNSF), care include în componența sa: Prim-ministrul, cu funcția de președinte al Comitetului, Guvernatorul BNM, ministrul economiei, secretarul general al Guvernului, ministrul finanțelor, președintele Comisiei economie, buget și finanțe din Parlamentul RM, președintele Comisiei Naționale a Pieței Financiare și director general executiv al Fondului de garantare a depozitelor în sistemul bancar.

Banca Națională a Moldovei (BNM) face parte din componența nominală a CNSF, iar guvernatorul BNM este vicepreședinte al comitetului. Atribuțiile membrilor CNSF au fost stabilite în baza Memorandumului de înțelegere privind menținerea stabilității financiare din 28 februarie 2011, care prevede că, BNM este una din instituțiile cheie, responsabile de menținerea

stabilității sectorului bancar și a instituțiilor financiare supravegheate, prin intermediul atribuțiilor legale de care dispune.

Monitorizarea stabilității financiare are loc în baza identificării riscurilor și vulnerabilităților atât la nivel individual cât și la nivel de sistem, pentru determinarea impactului sistemic al instituțiilor aflate sub supravegherea BNM. Aplicând metoda deducției constatăm că BNM este responsabilă doar de stabilitatea instituțiilor financiare care fac obiectul supravegherii prudențiale ale acesteia, conform legislației în vigoare.

În prezent aici se includ doar băncile comerciale, cu toate că neformal se discută despre posibilitatea de a transmite supravegherea instituțiilor de microcreditare din sarcina CNPF către BNM. Deci, până în prezent nu există mecanism, cadru legislativ-normativ sau instituție care ar fi responsabilă de supravegherea sectorului financiar în întregime, nemaivorbind de restul sectoarelor.

Pe parcursul elaborării cercetării nu am găsit Rapoarte asupra stabilității financiare în Republica Moldova (sub formă de documente întregi). Sigur că actorii interesați de stabilitatea financiară – populația, firmele și instituțiile pot consulta rapoartele băncilor comerciale și rapoartele consolidate pentru sectorul financiar în care se regăsesc toți indicatorii de bază ai sănătății financiare ai FMI, însă aceștia vor avea nevoie de timp pentru a identifica dinamica acestora și au nevoie de cunoștințe profunde pentru a interpreta tendințele și cu atât mai mult de a identifica vulnerabilitățile la adresa stabilității financiare a sectorului bancar și a celorlalte sectoare.

Prin agregarea ideilor principale ale lucrărilor studiate și a rezultatelor studiilor realizate în prezenta lucrare, prin sintetizarea mecanismelor de monitorizare a stabilității financiare și instituțiilor implicate în aplicarea măsurilor de relansare economică în perioadele post-criză, în concordanță cu obiectivele enunțate ale cercetării, am elaborat un algoritm de evaluare a stabilității financiare agregate la nivel național (fig. 4.1). Algoritmul este elaborat reieșind din structura sectorului guvernamental al Republicii Moldova în anul 2015.

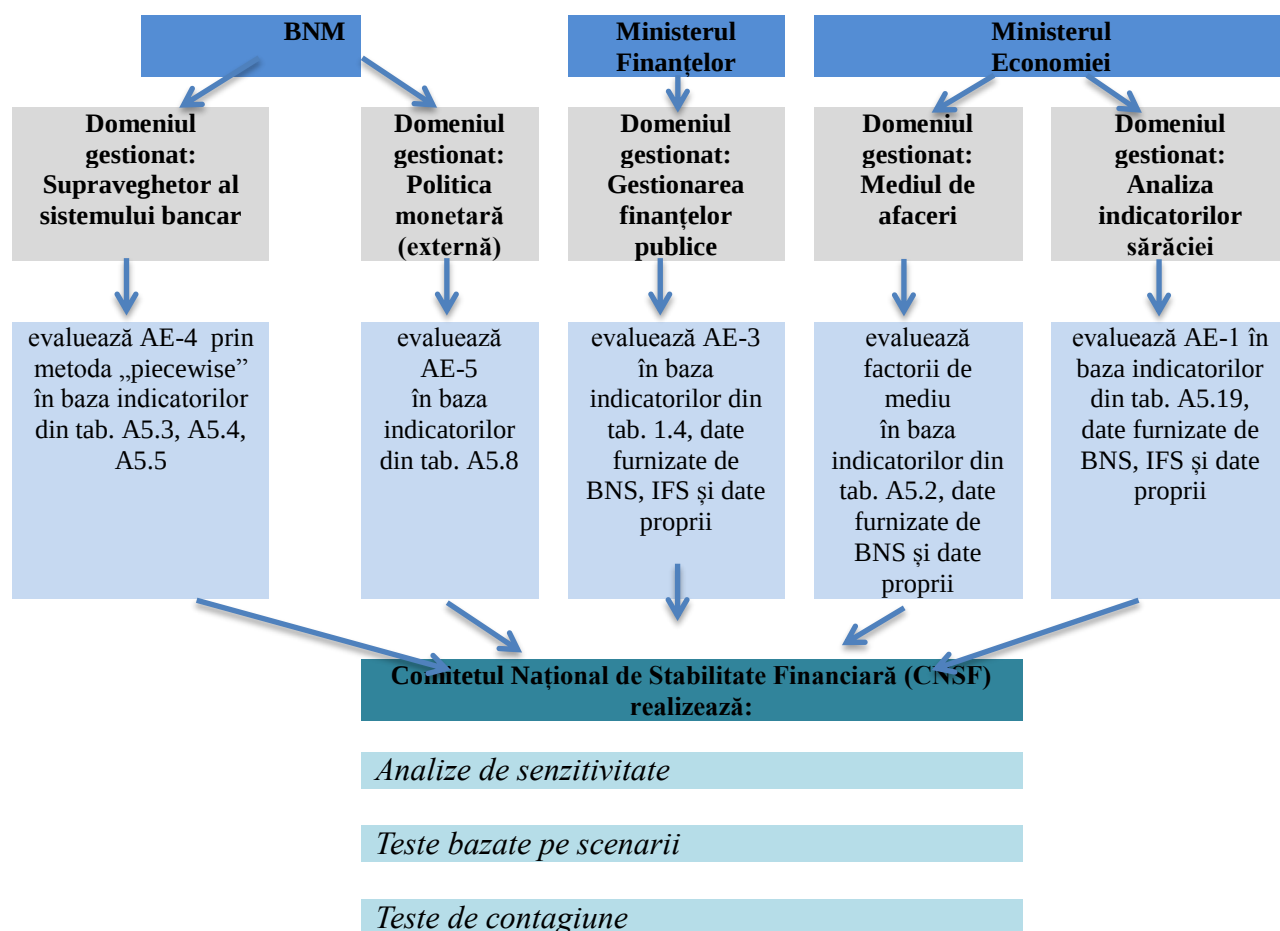


Fig. 4.1. Mecanismul evaluării stabilității financiare sistemice a Republicii Moldova și a elementelor interconectate acestuia
Sursa: elaborat de autor.

Algoritmul descris în fig. 4.1 prezintă un mecanism complex și integrat de evaluare a stabilității financiare a sistemului economic al Republicii Moldova.

Scopul mecanismului este anticiparea fluctuațiilor ciclice și promovarea coordonată a politicilor anticiclice.

Mecanismul propus presupune acordarea de **atribuții suplimentare Comitetului Național de Stabilitate Financiară (CNSF)**. Implementarea mecanismului descris presupune schimbarea statutului CNSF, căruia urmează să-i fie acordat **statut de instituție publică**, care să dispună de cadru normativ propriu și angajați permanenți.

Necesitatea lui reiese din lacunele legislative actuale, așa cum BNM este responsabilă doar de stabilitatea băncilor care fac obiectul supravegherii prudențiale, și nu există o altă instituție publică și cadru legislativ-normativ, care să prevadă responsabilitatea supravegherii sectorului financiar în întregime, nemaivorbind de restul sectoarelor și supraveghere de ansamblu.

Cerințele Uniunii Europene referitoare la managementul crizelor financiare impun existența unui acord de cooperare între toate autoritățile naționale de supraveghere a sistemului financiar, banca centrală și ministerul de finanțe, având ca obiectiv central schimbul de informații, precum și prevenirea, evaluarea și gestionarea potențialelor probleme cu impact sistemic.

În vederea implementării acestor cerințe, în România, la data de 31 iulie 2007 a fost semnat Acordul pentru cooperare în domeniul stabilității financiare și al gestionării crizelor financiare, în baza căruia a fost înființat Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară.

Membrii Comitetului Național pentru Stabilitate Financiară sunt: Ministrul Finanțelor Publice, Guvernatorul Băncii Naționale a României, Președintele Autorității de Supraveghere Financiară (cf. OUG nr. 93/2012, A.S.F. este autoritatea administrativă care își exercită atribuțiile prin preluarea și reorganizarea tuturor atribuțiilor și prerogativelor Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor și Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private) și Directorul executiv al Fondului de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar.

Principalele atribuții ale Comitetului Național pentru Stabilitate Financiară vizează promovarea unui schimb de informații permanent și eficient între autoritățile responsabile cu reglementarea și supravegherea diferitelor sectoare ale sistemului financiar, Ministerul Finanțelor Publice și Fondul de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar, precum și evaluarea, prevenirea și, după caz, gestionarea situațiilor de criză financiară la nivelul instituțiilor financiare individuale, al grupurilor financiare sau al pieței financiare în ansamblu. Este de menționat că acțiunile de cooperare în cadrul Acordului se desfășoară fără a se prejudicia competențele și responsabilitățile părților semnatare, care decurg din prevederile legislației în vigoare în baza cărora acestea își desfășoară activitatea.

BNR participă, alături de celelalte state membre, la consolidarea arhitecturii create de UE în domeniul gestionării crizelor financiare. La data de 1 august 2007, Guvernatorul BNR a semnat declarația de aderare la Acordul privind principiile de bază pentru cooperarea în domeniul gestionării situațiilor de criză (semnat de țările UE în anul 2003) și la Acordul de cooperare între autoritățile cu responsabilități de monitorizare a sistemelor de plăți și autoritățile de supraveghere bancară (semnat de țările UE în anul 2001).

Totodată, la data de 1 iunie 2008 a intrat în vigoare Acordul de cooperare între autoritățile de supraveghere financiară, băncile centrale și ministerele de finanțe din UE privind stabilitatea financiară transfrontalieră, care a înlocuit Acordul de cooperare dintre autoritățile de

supraveghere bancară, băncile centrale și ministerele de finanțe din țările UE în domeniul situațiilor de criză financiară, care a fost semnat în anul 2005.

Noul acord include: principiile comune pentru gestionarea unei crize financiare transfrontaliere; un cadru analitic comun de evaluare a implicațiilor sistemice ale unor potențiale crize, în vederea asigurării unei terminologii comune aplicabile crizelor financiare transfrontaliere de către toate autoritățile relevante și crearea premiselor pentru efectuarea în timp util a evaluărilor necesare în vederea facilitării adoptării de decizii în situații de criză; un ghid practic pentru gestionarea crizelor, care să reflecte o înțelegere comună a etapelor și procedurilor de parcurs într-o situație de criză transfrontalieră.

BNR începând cu anul 2006 publică Rapoarte privind stabilitatea financiară, cu periodicitate anuală, ce au ca scop consolidarea încrederii în sistemul financiar, oferirea informațiilor pentru luarea deciziilor economice și atenuarea panicii.

4.2. Promovarea politicilor și măsurilor cu efect consolidant asupra stabilității financiare

Reieșind din rolul major al sistemului financiar în asigurarea bunei funcționări a economiei, impactul pozitiv al acestuia asupra dezvoltării economice, complexitatea fenomenului stabilității financiare, probabilitatea sporită de a fi periclitată și accentuată de caracterul prociclic, intervențiile statului în vederea menținerii, consolidării și chiar și a inducerii stabilității financiare le considerăm de a fi de importanță vitală.

Analiza studiilor consacrate stabilității financiare în statele lumii demonstrează că în cele mai multe state strategiile, măsurile și chiar și rapoartele de stabilitate financiară sunt elaborate de / sub patronajul băncilor centrale.

Din altă perspectivă, obiectivul de menținere a stabilității financiare în cele mai dese cazuri, nu se regăsește în lista funcțiilor băncilor centrale și nici a altor instituții guvernămintele, și obiectivul principal al majorității băncilor centrale continuă a fi (ceea ce considerăm a fi deplin rațional) menținerea stabilității prețurilor.

Sigur că cerințele și responsabilitățile înaintate băncilor centrale legate de stabilitatea financiară au o explicație - acestea derivă din sarcina exclusivă a acestora de emisiune a monedei, menținere a stabilității prețurilor în vederea satisfacerii cerinței de contribuție majoră la creșterea economică, ocuparea forței de muncă, dar și a funcției de supraveghere prudențială a sistemului bancar (cel puțin).

Studiul lucrărilor științifice dedicate determinanților stabilității financiare, arată că stabilitatea financiară depinde direct de câteva precondiții, atât cu caracter financiar, dar și unui șir lung de factori nefinanciari. Printre determinanții financiari fundamentali pot fi considerate:

Tabelul 4.3

Precondițiile de prim rang ale stabilității financiare		
↓	↓	↓
Reglementarea (performantă)	Supravegherea prudențială	Monitorizarea sistemului financiar în ansamblu

Sursa: elaborat de autor.

Totodată, autorul a constatat că până și astăzi reglementarea financiară nu acordă suficientă importanță la o serie de procese și fenomene de natură monetară, ca ex. relația dintre levierul financiar și inflație.

Cercetarea în vederea elaborării prezentei teze de doctorat a presupus studierea unui număr enorm de mare de lucrări de specialitate, studii și rapoarte dedicate diverselor aspecte ale stabilității financiare, în mare parte bazate pe prelucrarea de date empirice cu utilizarea instrumentelor econometrice.

Astfel în paralel cu atingerea obiectivului de percepere a complexității fenomenului stabilității financiare, un alt obiectiv a fost identificarea factorilor cu efect consolidant și chiar de inducere a stabilității financiare.

Cercetarea a evidențiat impactul invers al unor factori, care noi inițial îi consideram favorabili îndeplinirii funcției sistemului financiar. Spre ex criza internațională recentă a readus în discuție problema creditării cu evidențierea riscului creditării excesive. Ca urmare *limitarea creditării nesustenabile* a fost inclusă pe lista obiectivelor intermediare ale politicii macroprudențiale.

Oricum, studiile și politicile de stabilizare financiară se orientează cu prioritate către sistemul bancar. Ca urmare, următoarele trei priorități ar trebui puse în acțiune pentru menținerea stabilității financiare a sistemului bancar, a instituțiilor financiare nebancare și prevenirea crizelor financiare:

- (1) identificarea și operarea cu active calitative, prin îmbunătățirea sistemului de management a activității de creditare,
- (2) asigurarea faptului că instituțiile financiare au acces la lichidități,
- (3) recapitalizarea instituțiilor aflate în dificultate.

Necesitatea îmbunătățirii stabilității financiare a devenit și mai accentuată din momentul în care s-a descoperit că sistemul financiar are un comportament prociclic.

Amintim că, în sensul larg, comportamentul economic prociclic se referă la acțiuni și procese economice care preiau și accentuează starea economică în care se află sistemul economic în perioada respectivă de timp.

Dacă ne referim la una dintre principalele funcții economice a sistemului financiar – de creditare a economiei – atunci aceasta înseamnă că în perioadele de avânt economic instituțiile de credit acordă mai multe credite, iar în perioada de recesiune creditarea este scăzută. La fel și în cazul instituțiilor de asigurări, dar și referitor la prețurile investițiilor.

Menționăm că, până la etapa actuală, literatura economică se concentrează mai mult asupra premiselor macroeconomice ale stabilității financiare și într-o măsură mai mică asupra premiselor financiare în sine.

Urmând acestea, completăm abordarea cu precizarea: sistemul financiar are ca și componente interdependente toate cele cinci sectoare enumerate, ***procesul de funcționare a sistemului financiar, fluxurile intersistemice și interconexiunile, determină capacitatea de instabilitate a unei componente să se difuzeze asupra întregului sistem financiar.***

De aici derivă o **recomandare importantă a studiului: - de promovat politici de ridicare a nivelului de informare și conștientizare a importanței stabilității financiare** la nivel de sistem financiar pentru cetățeni și firme, cât și a stabilității financiare individuale (care are efect consolidant stabilitatea financiară a sistemului financiar).

În acest scop urmează de a organiza campanii de informare și conștientizare a rolului finanțelor, a stabilității financiare și implicării fiecărui participant la activitatea economică în menținerea și inducerea stabilității financiare.

Ca un instrument direct de diseminare a cunoștințelor financiare, cu impact asupra conștientizării importanței stabilității financiare la nivel individual, **recomandăm includerea în formularele de raportare statistică pentru agenții economici nefinancieri a informației privind calculul indicatorilor de stabilitate financiară, de solvabilitate, de eficiență și prudență cu indicarea valorilor prag minimale.**

Informații cu același caracter recomandăm să fie incluse în unicul formular de raportare de ordin financiar pentru persoanele fizice-cetățeni – în declarația pe venituri.

Includerea în supravegherea prudențială a expunerilor băncilor față de instituțiile financiare. În același scop ***de completat rapoartele periodice ale băncilor comerciale -*** informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM (indicatorii prudențiali) ***cu indicatori ce caracterizează structura pasivelor, cu precizarea separată a fondurilor atrase de la alte bănci și instituții financiare din țară și din străinătate,*** așa cum acestea prezintă risc

de intensificare a efectului de prociclicitate, iar sursele de la instituțiile financiare din străinătate pot servi drept canal de transmitere/contagiune a crizelor financiare externe.

Totodată, se cere o monitorizare sub diverse forme, precum stimularea monitorizării sine stătătoare, cât și la nivel guvernamental, prin diverse modalități de stabilitate financiară a tuturor agenților economici implicați în procesul stabilității financiare – firme, menaje, guvern.

Menținerea stabilității financiare prin întărirea capacității de reziliență financiară impune și o multitudine de caracteristici calitative mult mai greu de estimat, a căror elucidare va servi drept obiect pentru cercetările de perspectivă.

Politicile macroeconomice coerente ar trebui în permanență să urmărească atenuarea impactului șocurilor asupra economiei.

Reglementarea prudențială și supravegherea ar trebui să fie o normă pentru a preveni transformarea evenimentelor negative izolate în crize financiare, și monitorizarea macroprudențială ar trebui să fie pusă în aplicare pentru a oferi autorităților de supraveghere posibilitatea de a anticipa evoluțiile economice și financiare care ridică nivelul de risc sistemic.

În contextul asigurării stabilității financiare, ideea generală ce ar trebui să o urmărim în orice perioadă de timp, este: *„Să continuăm să sperăm la tot ce este mai bun, în timp ce ne pregătim pentru ce poate fi mai rău.”*

Din perspectiva politicii macroeconomice orientate spre dezvoltarea durabilă, la grupul măsurilor general aprobate și promovate ale politicilor de asigurare a stabilității financiare ar fi benefic ca în permanență să fie ținute două direcții strategice, pe lângă cele de menținere a macrostabilității și dezvoltării:

I. Politici orientate spre atenuarea impactului șocurilor asupra economiei. În acest context vom urmări asigurarea stabilității financiare din perspectiva îmbunătățirii capacității de reziliență a sistemului financiar.

II. Politici orientate spre îmbunătățirea condițiilor de mediu ce favorizează stabilitatea financiară, dintre care vom urmări îmbunătățirea unui șir de factori de mediu cum ar fi: concurența, educația financiară, incluziunea financiară.

Problema instabilității financiare nu a fost soluționată până în prezent, inclusiv și datorită faptului că încă nu a fost conceput un mecanism ideal de menținere a stabilității financiare la nivel de economii naționale și niciun model de cadru legal al responsabilității instituțiilor guvernămintele și private, în domeniul respectiv.

Buna funcționare a mecanismului de stabilizare financiară necesită două condiții:

1. Toți indicatorii de stabilitate financiară, pentru toate componentele/nivelurile/ blocurile analizate, să obțină statut de parametri cantitativi și

2. Toți indicatorii să fie acceptați, aprobați la nivel de stat și incluși în actele normative și politicile interne ale instituțiilor vizate.

Ideală ar fi conceperea de mecanisme de inducere a stabilității financiare pentru fiecare grup de agenți economici.

În câteva dintre studiile cercetate și menționate pe parcursul tezei s-a menționat tangențial despre corelația pozitivă a unor caracteristici privind mediul economic și stabilitatea sistemului financiar.

Sintetizând studiile menționate pe parcurs, aplicând metoda deductivă în baza observațiilor empirice și interpretării proceselor economice și a propagării efectelor factorilor, autorul a identificat existența unor relații de interferență și corelație dintre stabilitatea financiară și următorii factori: nivelul concurenței pe piața bancară, accesul financiar, gradul de adâncime/profunzime financiară și educația financiară.

Tabelul 4.4

Factori cu impact pozitiv asupra stabilității financiare					
↓	↓	↓	↓	↓	↓
Nivelul concurenței pe piața bancară	Disciplina de piață	Incluziunea financiară	Accesul financiar	Educația financiară	Guvernanta corporativă

Sursa: elaborat de autor.

Politica concurențială în sectorul bancar este influențată/condiționată de necesitatea păstrării stabilității financiare.

Problema reglementărilor și efectul asupra concurenței și stabilității financiare este complex și are mai multe fețe. Atenție specială trebuie acordată tuturor factorilor atât de la nivel teoretic, cât și empiric, în scopul aplicării unei politici sigure.

Din perspectiva creșterii economice, concurența în sectorul bancar reprezintă un scop în sine, așa cum asigură consumatorii cu oferta de produse de calitate sporită la prețuri reduse și ca urmare, consumatorii – firmele și menajele – își măresc volumul activităților economice, ceea ce de fapt reprezintă creșterea economică. Însă totodată, băncile înregistrează marje de profit reduse și pot să se orienteze spre investiții mai riscante, dar cu profitabilitate mai înaltă. Ultimul fapt poate genera instabilități financiare sau chiar induce riscuri sistemice.

Din perspectiva stabilității financiare însă, un grad redus de concurență, ceea ce înseamnă existența unor bănci cu putere de piață este benefică - băncile obțin profituri mai mari și acumulează capital, ca urmare sporindu-și solvabilitatea proprie și la nivel agregat, per sistem.

Creșterea gradului de concentrare pe unele piețe din sectorul bancar reprezintă oricum un element de îngrijorare.

Menționăm că au fost construiți mai mulți indicatori utilizați pentru măsurarea concentrării. Cei mai frecvenți se bazează pe structura bilanțului băncilor – pe activele băncilor.

Creșterea gradului de concentrare pe unele piețe din sectorul bancar (pe piața creditului de consum, pieței creditului comercial, piața depozitelor la termen etc.) reprezintă un element de îngrijorare cu privire la posibila evoluție a concurenței în sector.

Pentru sectorul bancar, un indicator alternativ al puterii de piață îl reprezintă incidența veniturilor din taxe și comisioane la veniturile obținute din dobânzi. Acest indicator indică abilitatea băncii de a extrage venituri din piață și poate fi folosit pentru evaluarea puterii de piață a băncilor, în anumite condiții.

Un alt indicator care poate constitui o măsură a puterii de piață a jucătorilor din sectorul bancar este diferența de dobândă dintre credite și depozite atât în sold, cât și nou acordate.

Evoluția diferenței dintre nivelul dobânzii la credite și respectiv depozite este influențată de evoluția piețelor financiare (ex. costul de finanțare, riscul de țară etc.) dar în același timp este și rezultatul nivelului de concurență în sector, exprimat prin tendința de scădere a marjei.

Un alt indicator de concentrare a pieței este indicele Herfindahl-Hirschman (IHH).

Urmând dezideratul de a avea o piață mai concentrată, pentru a atinge stabilitate financiară, acest obiectiv trebuie atins printr-o reglementare prudențială adecvată, încât normele și reglementarea prudențială să nu restrângă accesul pe piețe.

Disciplină de piață constituie ansamblul de stimulente de piață cu ajutorul cărora deponenții disciplinează băncile, „pedepsindu-le” pentru asumarea de riscuri excesive din politica lor financiară.

Disciplina de piață poate să se manifeste în două moduri (tab. 4.5)

Tabelul 4.5

Modurile de manifestare a disciplinei de piață	
deponenții pot să solicite de la băncile cu politică investițională riscantă dobânzi înalte la depozite, ceea ce ar reprezenta o primă pentru risc;	deponenții pot simplu să își retragă depunerile.

Sursa: elaborat de autor.

Ținem să precizăm că ipoteza referitoare la existența disciplinei de piață se bazează pe axioma arhicunoscută – relația risc-profitabilitate – conform căreia ratele înalte la depozite corespund unor active bancare cu risc înalt.

Am putea enumera cinci surse ale disciplinei de piață (fig. 4.6)

Tabelul 4.6

Sursele disciplinei de piață				
↓	↓	↓	↓	↓
Deținătorii de depozite	Deținătorii obligațiunilor bancare	Coproprietarii străini ai băncii	Analiztii bancari, în special agențiile de rating	Alte instituții financiare din sistem

Sursa: *elaborat de autor.*

Cercetarea disciplinei de piață în literatura economică este de dată recentă, iar includerea acesteia în cadrul politicilor începe cu Acordul Basel II.

Din perspectiva Acordului Basel II disciplina de piață se realizează prin presiunea pe care jucătorii de piață o exercită asupra băncilor pentru o conduită prudentă privind administrarea riscurilor. Pentru ca presiunea respectivă să se poată manifesta este necesară o transparență crescută și instituțiile bancare să furnizeze atât autorităților de supraveghere, cât și publicului larg informații detaliate de natură cantitativă și calitativă privind riscurile asumate, adecvarea capitalului la riscuri, politicile și procedurile de administrare a riscurilor și structura acționarialului.

Raționamentele ce au stat la baza stipulării prevederilor referitoare la disciplina de piață în acest acord derivă din cele două efecte care le exercită:

- sporirea eficienței sistemului bancar, prin manifestarea presiunii asupra băncilor mai puțin eficiente;
- reducerea riscului de crize bancare și pierderilor posibile, legate de aceste crize.

Prin urmare, *relația dintre disciplina de piață și probabilitatea de faliment, implicit probabilitatea de crize bancare, este una negativă puternică.* Deci încurajarea disciplinei de piață favorizează și consolidează stabilitatea financiară.

În căutarea de soluții la problema inegalității veniturilor, la Summit-ul din Pittsburgh din septembrie 2009, liderii G20 pentru prima dată s-au pronunțat asupra *incluziunii financiare și îmbunătățirii serviciilor financiare pentru cei săraci.*

Centrul pentru Incluziune Financiară (CFI) definește **incluziunea financiară** ca reprezentând:

1. *accesul la o gamă întreagă de servicii financiare, incluzând credite, economii, asigurări și plăți;*
2. *de calitate convenabilă, accesibile (inclusiv după preț), utilizând practici corespunzătoare juste/demne, și cu respectarea protecției clienților;*

3. *către oricine poate utiliza servicii financiare*, eliminând excluderea și sub-servirea persoanelor, și acordând atenție specială către mediul rural, persoane cu dizabilități, femei și alte grupe adesea excluse;

4. *cu capacitate financiară*, ce se referă la faptul că clienții sunt informați și capabili să ia bune decizii de management al banilor;

5. *printr-o piață diversă și competitivă*, cu număr mare de furnizori, cu infrastructură financiară robustă și cadru de reglementare clar[129].

Principesa Maxima a Olandei, numită Secretar General Special al Organizației Națiunilor Unite pentru Finanțe Incluzive pentru Dezvoltare, propune o definiție a incluziunii financiare, care cuprinde aspectele principale prezentate de mai mulți cercetători: **„Incluziunea financiară reprezintă accesul universal, la un cost rezonabil, la o gamă largă de servicii financiare pentru toți care au nevoie de ele, cu condiția că sunt oferite de o diversitate de instituții solide și sustenabile. Astfel de servicii financiare includ conturi de economii, credite, asigurări, servicii de plată, planuri de pensii, și facilități de remitențe, care pot ajuta oamenii să genereze venituri, să constituie active, să gestioneze fluxuri de numerar, să investească în oportunități, și să-și consolideze reziliența”**[130].

Un alt factor determinant al incluziunii financiare este *suportabilitatea*, care reprezintă o caracteristică a calității serviciilor financiare; descriind produsele al căror preț este în concordanță cu capacitatea clientului de a plăti pentru ele. Suportabilitatea este considerat unul dintre cele mai mari obstacole în calea accesului la servicii financiare.

Relația dintre incluziunea financiară și stabilitatea financiară este pozitivă și se explică prin sporirea volumului intermedierei financiare realizată de instituțiile financiare concomitent cu diversificarea riscului, așa cum se mărește numărul de clienți și instituțiile își pot permite acordarea de finanțări mai mari și în același timp acestea să nu reprezinte expuneri mari.

În sens larg incluziunea financiară reprezintă sporirea accesului la resurse financiare.

În același timp CFI definește **accesul financiar** ca fiind „disponibilitatea serviciilor financiare accesibile și adecvate pentru o anumită persoană”. Accesul este adesea văzut ca obiectiv al incluziunii financiare; însă accesul este dificil de măsurat. Indicatorul „Utilizarea serviciilor financiare” este adesea folosit ca un proxy, cu toate că acest indicator de facto subestimează numărul de gospodării care au acces, deoarece nu reușește să capteze persoanele care în prezent au acces la un serviciu financiar, dar nu îl utilizează[131].

Raportul Băncii Mondiale „Finance for all? Policies and pitfalls in expanding access” (2008) definește accesul larg la servicii financiare, ca absența barierelor de preț sau non-preț în utilizarea serviciilor financiare [130].

Impedimentele în calea accesului financiar la produse și servicii financiare sunt: barierele psihologice și culturale; veniturile mici; identitatea juridică; îndepărtarea geografică; termeni și condiții (complexe, împovărătoare); economii zero sau mici; lipsa conștientizării sau/și a educației financiare; subocuparea/supraocuparea; utilizarea produselor nepotrivite ș.a.

Datorită contribuției majore a incluziunii financiare și a accesului financiar la stabilitatea financiară, deopotrivă cu impactul pozitiv asupra reducerii inegalității veniturilor și asupra creșterii economice, impedimentele în calea accesului financiar trebuie să constituie ținte ale politicii/măsurilor de consolidare a stabilității financiare.

Profesorul universitar al Universității Yale, Dean Karlan a publicat în cadrul Stanford Social Innovation Review un articol cu privire la incluziunea financiară, în care constată că având în vedere că persoanele sărace nu au acces la creditare și nici nu au posibilitatea de a economisi prin intermediul produselor create de către instituțiile financiare tradiționale, microcreditul, acordat de instituțiile nebancare și de instituțiile non-profit, s-a dezvoltat pentru a răspunde acestor provocări.

Dean Karlan consideră ca există trei roluri importante pe care IFN le pot juca în incluziunea financiară, roluri care necesită susținere: ”promovarea microcreditării în rândul persoanelor pe care instituțiile financiare tradiționale nu le-au avut în vedere, construirea încrederii între IFN și persoanele pe care le deserveșc, și promovarea inovării.” [146]

În sens restrâns **alfabetizarea financiară**, numită și **educația financiară**, reprezintă capacitatea de a înțelege finanțele. Mai exact, *alfabetizarea financiară se referă la abilitățile și cunoștințele financiare dobândite, care ne permit să luăm decizii în cunoștință de cauză și eficiente, prin prisma înțelegerii noastre a finanțelor*. O astfel de abordare extinde acest concept dincolo de menaje și firme, către investitori existenți și potențiali.

Criza recentă a fost în mare măsură determinată de combinația de acțiuni riscante și mai puțin de acțiuni adecvate și de deciziile diferitelor părți interesate, inclusiv instituții financiare, experți și, pe alocuri, regulatori, care poartă cea mai mare parte de responsabilitate.

Deși expansiunea crizei financiare nu are o singură cauză, lipsa alfabetizării financiare a fost una din cauzele evidente a acesteia. Lipsa înțelegerii proceselor financiare de către menaje, în special a creditului și investițiilor, au jucat un rol important. Ca rezultat, persoanele au acceptat (uneori fiind nu pe deplin conștienți) mai multe riscuri financiare, decât își puteau permite.

Ultimele două decenii sunt caracterizate de o creștere rapidă a varietății și disponibilității gamei de produse financiare, de o complexitate crescândă.

Profesioniștii din industria financiară trebuie să fie conștienți de riscurile ce le comportă produsele financiare oferite și să fie capabili de a explica serviciile lor la nivelul înțelesului clienților.

Educația financiară este tot mai des recunoscută ca un pilon important al unui cadru solid de reglementare și supraveghere financiară și **o componentă esențială a stabilității financiare** și dezvoltării economice[121].

Cunoștințele financiare de bază reprezintă o componentă fundamentală a luării deciziilor în finanțe. Conceptele fundamentale, precum valoarea în timp a banilor, tipurile de anuități, importanța perioadei pentru costul total al creditului etc., dar și cunoașterea conceptelor mai complexe, precum ratele de dobândă fixe și variabile și importanța riscului ratei dobânzii, ce înseamnă clauzele valutare pentru un împrumutător neprotejat și importanța riscului valutar, ce sunt EURIBOR/LIBOR și alte rate de referință și cum se pot modifica în timp.

Dacă vom promova o largă diseminare a acestor concepte și le vom combina cu cunoașterea legislației privind protecția consumatorului de produse financiare, vom contribui foarte mult la prevenirea creșterii excesive a creditului în viitor, potențialelor asset price bubbles și evoluției nedorite a creditelor neperformante.

Toate acestea nu vor acționa doar în interesul regulatorilor și consumatorilor de produse, dar efectele se vor propaga la nivel de economie națională și chiar internațională:

Tabelul 4.7

Efectele educației financiare		
Regulatorii sistemului financiar	Consumatorii de produse financiare	Întreaga industrie bancară
↓	↓	↓
Creștere economică sustenabilă		

Sursa: elaborat de autor.

Un alt obiectiv al educației financiare este de a face oamenii să înțeleagă pe deplin rolul și semnificația birourilor de credit. Prin obținerea de informații de la birourile de credit despre împrumut și obiceiurile de plată ale firmelor și persoanelor fizice, creditorii pot evalua mai bine solvabilitatea unui potențial debitor. Acest lucru poate influența la rândul său, decizia de a împrumuta sau de a nu împrumuta, și poate afecta rata dobânzii și alte condiții ale împrumutului. Consumatorii trebuie să fie conștienți de faptul că ratele dobânzii nu sunt aceleași pentru toată lumea, și sunt, de regulă, determinate în funcție de riscul asociat consumatorului de credit.

În mod evident, consumatorii cu grad înalt de îndatorare, cu istorii nefaste de rambursare a creditelor anterioare vor plăti o rată anuală a dobânzii mai mare decât consumatorii cu datorii totale mai mici și obiceiuri bune de plată. Deplina cunoștință de aceste reguli simple în finanțe și

întreținerea de profituri într-un birou de credit, pot reduce potențialul de pârgă a economiei în ansamblu, și pot să păstreze creditele neperformante sub control, pot să ajute la evitarea creării de bule de active și pot să evite plăți inutile legate de procedurile judiciare. Deci, educația financiară în acest domeniu poate proteja atât creditorii și consumatorii, evitând șocurile sistemelor financiare în ansamblu.

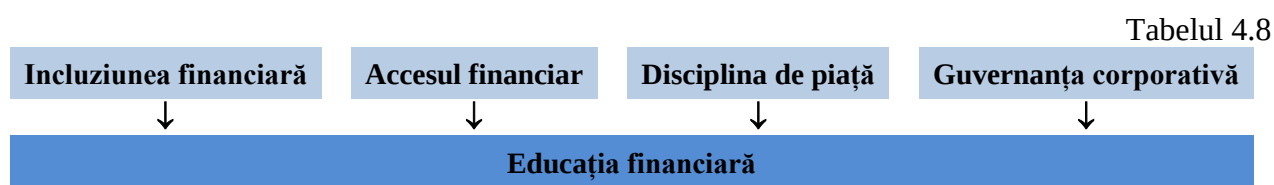
Guvernanța corporativă în bănci presupune alocarea de autoritate și responsabilități, adică modul în care activitatea și afacerile unei bănci sunt guvernate de consiliul și managementul acesteia[76].

Recentele evenimente nefaste din sectorul bancar din Republica Moldova vizând încercările de a modifica structura acționariatului unor bănci, inclusiv prin preluări ostile pot fi explicate parțial prin mecanismele imperfecte de GC din băncile din Republica Moldova [76].

Rapoartele specificate se deosebesc prin obiectivul primar pe care ar trebui să-l urmărească guvernanța corporativă în bănci: unele dintre acestea argumentând necesitatea aplicării abordării bazate pe rolul acționarilor (shareholder-based approach), restul – pe cel al persoanelor interesate (stakeholder-based approach) în procesul de guvernanță corporativă [76].

Guvernanța corporativă nu poate substitui supravegherea prudențială strictă: ea poate să contribuie la consolidarea stabilității financiare, prin contribuția la sporirea calității managementului instituțiilor și supravegherea unor operațiuni/expuneri care nu intră în aria supravegherii prudențiale.

Parcursul ultimului subcapitol a dezvăluit existența unor relații de subordonare între factorii analizați, care pot fi redată în modul următor:



Sursa: elaborat de autor.

Rezultă că, educația financiară prezintă fundament pentru factorii cu efect consolidant asupra stabilității financiare a agenților economici non-financiari (firme și menaje), identificați în cercetarea de față.

Mai mult decât atât, conform cerințelor față de politicile publice, în cazul politicii de educație financiară a populației, condițiile principale de justificare a politicii sunt:

Justificarea implementării politicii de educație financiară a populației	
↓	↓
Impact major cu propagarea efectelor la nivelul economiei naționale	Costuri comparabile justificate
Sistemul financiar reprezintă un element de importanță sistemică în cadrul sistemului economic, costurile crizelor financiare (materializarea instabilității financiare) sunt extrem de mari, astfel consolidarea stabilității financiare are efect major propagat la nivelul întregii economii naționale	Sporirea educației financiare are ca efect sporirea incluziunii financiare. Iar incluziunea financiară reprezintă în sine un substituent ⁷ , „mai ieftin” din punct de vedere al costurilor fiscale, de reducere a inegalității veniturilor și luptă cu sărăcia, ceea ce implică sporirea bunăstării populației.

Sursa: elaborat de autor.

Suplimentar la măsurile educative, autorul recomandă **promovarea ridicării nivelului de informare și conștientizare a importanței stabilității financiare** la nivel de sistem financiar pentru cetățeni și firme, cât și a stabilității financiare individuale, care are efect consolidant pozitiv puternic asupra stabilității financiare a sistemului financiar.

Ca un instrument direct de diseminare a cunoștințelor financiare, cu impact asupra conștientizării importanței stabilității financiare la nivel individual, **recomand includerea în formularele de raportare statistică pentru agenții economici nefinancieri a informației privind calculul indicatorilor de stabilitate financiară, de solvabilitate, de eficiență și prudență cu indicarea valorilor prag minime.**

Informații cu același caracter trebuie incluse în unicul formular de raportare de ordin financiar pentru persoanele fizice-cetățeni – în declarația pe venituri.

4.3. Concluzii la capitolul 4

1. În opinia autorului, factorul primordial ce subliniază necesitatea intervențiilor în scopul menținerii stabilității financiare este caracterul prociclic al sistemului financiar în întregime, ceea ce înseamnă că odată cu intrarea economiilor în faze de depresiune, sistemul financiar imediat își încetinește viteza și amplexarea activității, în acest mod contribuind la adâncirea trendului fluctuației economice.

Reieșind din rolul major al sistemului financiar în funcționarea economiei: intermedierea financiară, alocarea riscurilor și intermedierea plăților, instabilitatea financiară a acestuia ajunge să exercite un *efect de frânare pronunțată asupra economiei*.

⁷ În anumite limite. Nu se include aici populația inaptă pentru muncă.

2. Analiza reformelor politicilor regulatorii orientate spre relansarea economică și stabilitatea financiară în perioada post-criză din cele mai mari două sisteme economice ale lumii – SUA și Uniunea Europeană – demonstrează aplicarea de măsuri identice și cunoscute, dar și aplicarea graduală și proporționată a diferitor metode și instrumente de intervenție tradiționale, cât și inovative.

3. Strategiile adoptate de aceste sisteme economice sunt orientate spre efecte pe intervale diferite de timp, în SUA s-au făcut intervenții pentru a înlătura impactul negativ pe termen scurt, în timp ce UE se axează intervențiile ținute asupra impactului pe termen mediu.

Cu referință la utilizarea intervențiilor prin reglementare, SUA a adoptat Legea Dodd-Frank, ce reprezintă cea mai zdrobitoare schimbare a reglementării financiare în SUA de la Marea Depresiune, revenirea la unele prevederi ale Legii Glass-Steagall, care au afectat toate agențiile federale de reglementare și financiare și aproape fiecare aspect al industriei financiare.

4. Uniunea Europeană, fiind un sistem economic nou creat, în urma crizei din 2008 a inițiat constituirea unui nou cadru de reglementare, de supraveghere și rezoluție, care în esență reprezintă un mecanism de gestionare a riscurilor și crizelor financiare sistemice. Construcția respectivă îmbracă forma de Uniune bancară. Cu privire la uniunea bancară așteptările sunt pozitive, însă faptul dat ridică probleme legate de atingerea altor deziderate ale statelor membre ale UE și a UE în ansamblu, ce rezultă din conceptul de financial trilemma, care evidențiază imposibilitatea îndeplinirii simultane a trei obiective, și anume: stabilitatea financiară, menținerea politicilor financiare naționale și integrarea financiară.

5. Instrumentele de acționare asupra economiei au fost diferite. SUA a decis injectarea de lichidități cu aplicarea politicii fiscale (sporirea cheltuielilor publice), iar UE a stopat cheltuielile bugetare și a decis injectarea de lichidități de către Banca Centrală, deci cu utilizarea instrumentelor politicii monetare.

6. În Republica Moldova măsurile de redresare a economiei naționale aplicate după declanșarea crizei financiare din 2009 au fost mai reduse, ceea ce este parțial justificat de faptul că economia națională a fost afectată de criza mondială într-o proporție mai mică decât alte economii naționale. Guvernării au luat în calcul atenționarea asupra necesității gestiunii riscurilor sistemice și în iunie 2010, a fost creat Comitetul Național de Stabilitate Financiară, cu responsabilitate de supraveghere a stabilității sectorului bancar.

7. În vederea dezvoltării și extinderii cadrului de monitorizare a stabilității sistemice în Republica Moldova, autorul recomandă crearea unui mecanism integrat de evaluare a stabilității financiare a sistemului economic la nivel național, care este mai cuprinzător cu privire la funcțiile și atribuțiile Comitetului Național de Stabilitate Financiară.

8. România în calitatea sa de membru UE, s-a conformat la Cerințele Uniunii Europene referitoare la managementul crizelor financiare, și la data de 31 iulie 2007 a semnat Acordul pentru cooperare în domeniul stabilității financiare și al gestionării crizelor financiare, în baza căruia a fost înființat Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară. Începând cu anul 2006 BNR publică Rapoarte privind stabilitatea financiară, iar intervențiile în vederea relansării economiei au fost corelate cu cele ale UE.

9. Din cauza faptului că, crizele financiare comportă costuri extrem de mari pentru economiile afectate, unul dintre obiectivele cercetării a fost identificarea factorilor de mediu ce ar avea impact consolidant asupra stabilității financiare.

Cercetarea a decelat câțiva factori ce caracterizează alte sectoare decât cel financiar, dar care au impact consolidant asupra stabilității financiare. Analiza particularităților acțiunii acestora, au demonstrat că aceștia exercită influență pozitivă asupra stabilității financiare, însă cu intensitate diferită: puternică, medie sau slabă.

Tabelul 4.10

Interpretarea contribuției factorilor consolidanți asupra stabilității financiare

Denumirea factorilor	Calificarea impactului asupra stabilității financiare	Riscul iminent în condiții de influență excesivă prin măsuri de politici economice
Nivelul concurenței pe piața bancară	Impact pozitiv puternic	Concurența excesivă are impact negativ asupra stabilității financiare
Disciplina de piață	Impact pozitiv mediu	Nu putem estima
Incluziunea financiară	Impact pozitiv puternic	Nu există
Accesul financiar	Impact pozitiv mediu	Nu există
Educația financiară	Impact pozitiv puternic	Nu există
Guvernanța corporativă	Impact pozitiv direct neînsemnat	Nu putem estima

Sursa: elaborat de autor.

Totodată, autorul a descoperit existența unor riscuri iminente de impact negativ asupra stabilității financiare în condiții de influență excesivă prin măsuri de politici economice în vederea susținerii întăririi acestora.

10. Concluzia autorului ce rezumă din relațiile de subordonare dintre incluziunea financiară, accesul financiar, disciplina de piață, guvernanța corporativă și educația financiară, de facto, prezintă justificarea necesității îmbunătățirii educației financiare a populației (care implică și restul agenților economici, așa cum aceasta cuprinde antreprenorii și angajații din sectorul corporativ și public) și reclamă măsuri de intervenție a statului în vederea ridicării nivelului educației financiare a populației.

Autorul sugerează promovarea unei politici de educație financiară la scară națională, pentru grupuri-țintă ale populației în funcție de vârstă, domenii de activitate, nivel al veniturilor și alți factori.

11. În vederea îmbunătățirii măsurilor de consolidare a stabilității financiare cu utilizarea supravegherii prudențiale, autorul recomandă lărgirea ariei supravegherii prudențiale și propune cuprinderea expunerilor băncilor față de alte instituții financiare.

În acest scop autorul recomandă completarea raportului periodic al băncilor comerciale „Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM (indicatorii prudențiali)” cu indicatori ce caracterizează structura pasivelor, cu precizarea separată a fondurilor atrase de la alte bănci și instituții financiare din țară și din străinătate, așa cum acestea prezintă risc de intensificare a efectului de prociclicitate, iar sursele de la instituțiile financiare din străinătate pot servi canal de transmitere/contagiune a crizelor financiare externe.

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

Cercetările teoretice, metodologice și aplicative referitoare la conceptualizarea, evaluarea și menținerea stabilității financiare a agenților economici în condițiile ciclicității economice permite formularea următoarelor **concluzii**.

1. Conceptul de stabilitate financiară se bucură în prezent de o atenție enormă, însă nu s-a reușit atingerea unui consens atât în definirea, și nici în măsurarea stabilității financiare, acestea fiind elementele ce au impulsionat prezenta cercetare. Totodată, importanța menținerii stabilității financiare este conștientizată și se pare că este asumată de guvernanții celor mai mari economii, odată ce a ajuns să fie declarată ca fiind bun public.

2. Actualitatea, importanța și în special - necesitatea cercetării problematicei menținerii stabilității financiare derivă în principal din două motive: - *Finanțele și sistemul financiar* prezintă în sine elementul sistemului economic caracterizat prin *cele mai mari și intense interconexiuni* în cadrul acestuia (a sistemului economic) și faptul că la etapa actuală de dezvoltare economică nu există agenți economici sau domenii ale activității umane, care să nu aibă conexiuni cu finanțele sau elementele sistemului financiar, și - Evoluția ciclică a sistemului economic, recunoscută deja ca fiind un adevăr incontestabil, și în acest context - demonstrarea de către sistemul financiar a unui *comportament prociclic*, justifică necesitatea eforturilor susținute în scopul menținerii stabilității financiare.

3. Literatura și practica economică nu au ajuns încă la un punct de vedere comun cu privire la conținutul conceptului de „stabilitate financiară”, iar relevarea acestuia pornește cel mai des de la noțiunea opusă: „instabilitate financiară”. La fel și majoritatea metodologiilor de măsurare a stabilității financiare.

4. Stabilității financiare îi este caracteristic un caracter dinamic, care se explică prin faptul că, la fel ca alte sectoare ale economiei, sistemul financiar se caracterizează printr-o permanentă schimbare calitativă. Această evoluție istorică este cea care face ca „stabilitatea” să fie o trăsătură relativă, ce rezultă dintr-o anumită configurație a elementelor constitutive ale sistemului financiar, ordine care se schimbă însă permanent, așa cum se petrec în general lucrurile în lumea vie.

5. Autorul a adus precizări și completări conceptului de stabilitate financiară, definind „stabilitatea financiară” drept acea trăsătură a sistemului financiar, în care:

- i) instituțiile și piețele funcționează stabil, astfel sistemul reușind să-și îndeplinească funcțiile de mobilizare a economiilor, alocare adecvată a resurselor și riscurilor, intermediere a plăților etc.;

- ii) infrastructura și interconexiunile nu generează blocaje și întârzieri de activități și transmiteri ale acțiunilor agenților economici, inclusiv a măsurilor de politici publice;
- iii) sistemul are capacitatea de a absorbi dezechilibrele financiare care apar din cauza evenimentelor atât endogene, cât și exogene, semnificative și neanticipate;
- iv) facilitând neîntrerupt atingerea performanțelor la nivel micro, mezo și macroeconomic, în toate domeniile cu care are interconexiuni.

Iar pentru ca toate aceste procese să poată avea loc, „stabilitatea” nu înseamnă imuabilitate, ci o stare care permite dezvoltarea atât a sistemului financiar ca atare, cât și a economiei în ansamblul său.

6. Sistemul financiar este susceptibil să împiedice derularea proceselor economice normale și obținerea performanțelor dorite într-o manieră endogenă, chiar și în absența unor șocuri exogene. Astfel, „stabilitatea financiară” nu înseamnă neapărat absența crizelor, cât prevenirea apariției dezechilibrelor și acumulării de riscuri, care ar putea afecta integritatea sistemului financiar și, ca urmare blocarea proceselor economice reale.

7. Mai multe state ale lumii elaborează Rapoarte periodice privind stabilitatea financiară, care sunt aduse la cunoștință publicului larg. Statele membre al UE sunt obligate să publice asemenea rapoarte. BNR, începând cu anul 2006, anual, în luna septembrie, publică Rapoarte asupra stabilității financiare. Republica Moldova încă nu elaborează și nu publică rapoarte asupra stabilității financiare. Necesitatea publicării periodice de Rapoarte asupra stabilității financiare se califică ca constituind un instrument „derivat” al politicilor economico-financiare cu efect psihologic, care contribuie la menținerea încrederii publicului în instituțiile financiare și favorizând implicit stabilitatea financiară a acestor instituții și în rezultat și a sistemului financiar în întregime.

8. Caracteristica comună a crizelor economice din ultima jumătate de secol, relevă că *componenta financiară în cadrul crizelor este tot mai pronunțată*, și deja este demonstrată iminența riscurilor de ordin financiar în declanșarea crizelor. Concluzia ce reiese din analiza indicatorilor ce caracterizează factorii determinanți ai stabilității financiare accentuează complexitatea fenomenului stabilității financiare, dar demonstrează o reziliență acceptabilă a sistemelor financiare a Republicii Moldova și României în timpul crizelor recente.

9. În baza analizei datelor statistice din România și Republica Moldova, autorul a identificat existența unei corelații puternice între ciclul economic și ciclul financiar cu existența unui lag de întârziere cu durata de 2 ani în perioada ante-criză și 1 an în perioada post-criză. Considerăm că reducerea lag-ului se datorează eficienței măsurilor de redresare a economiei și a sistemului financiar aplicate în toate statele și la nivel global.

10. Analiza evoluției variabilelor ce caracterizează stabilitatea sistemelor bancare din Republica Moldova și România în intervalul de timp 1991-2013 permite autorului să deducă faptul că majoritatea indicatorilor analizați au demonstrat o înrăutățire a stabilității financiare în timpul crizelor din 1999 și 2008, iar în perioadele de ascensiune a ciclurilor de afaceri, sistemele bancare au tendința de consolidare a stabilității financiare. Acest fapt se întâmplă sub influența a doi factori: perfecționarea mecanismelor de reglementare și supraveghere a băncilor, realizat în contextul implementării prevederilor Acordului Basel și directivelor europene și mișcarea pe spirala ciclului de afaceri din zona crizei spre ascensiune, mișcare urmată de ciclul financiar, datorată caracterului prociclic ale acestuia.

11. În România măsurile de redresare a economiei naționale aplicate după criza financiară recentă s-au realizat în corespundere cu cadrul european. În Republica Moldova măsurile de redresare a economiei naționale aplicate după declanșarea crizei financiare din 2009 au fost mai reduse, ceea ce este parțial justificat de faptul că economia națională a fost afectată într-o proporție mai mică decât alte economii naționale. Criza financiară globală recentă a atenționat asupra necesității gestiunii riscurilor sistemice. În Republica Moldova și în iunie 2010, a fost creat Comitetul National de Stabilitate Financiară, cu responsabilitate de supraveghere a stabilității sectorului bancar.

Soluționarea problemei științifice importante, care constă în fundamentarea stabilității financiare ca fenomen complex prin determinarea contribuției tuturor agenților economici instituționali, bazat pe aplicarea unui sistem de indicatori financiari și elucidarea măsurilor de inducere și consolidare a stabilității financiare sistemice, a condus la formularea următoarelor **recomandări:**

1. Reieșind din caracterul complex și elementelor interconectate stabilității financiare sistemice, autorul consideră necesară acordarea de atenție prioritară problemei stabilității financiare în totalitatea politicilor economice, monitorizarea permanentă a acesteia și includerea de obiective specifice în strategiile instituțiilor publice responsabile de sectoarele instituționale interconectate stabilității financiare.

2. Pentru îmbunătățirea impactului metodologiei actuale a FMI de evaluare a stabilității financiare, autorul propune completarea acesteia prin:

- adăugarea evaluării stabilității financiare a sectorului public;
- completarea listei indicatorilor de bază și recomandați pentru evaluare și monitorizare;
- stabilirea valorilor-prag pentru fiecare dintre indicatorii incluși în metodologie.

Pentru a impulsiona aplicabilitatea metodologiei și a asigura sporirea funcționalității metodologiei recomandăm crearea unui mecanism integrat de evaluare a stabilității financiare a

sistemului economic la nivel național, cu includerea în cadrul acestuia și a altor sectoare financiare, decât sectorul bancar, precum și a tuturor grupelor de agenți economici.

3. Analizele ex-post a crizelor financiare și economice, denotă că în ansamblul efectelor acestora, pe lângă costurile financiare enorme, există neapărat o pronunțată dimensiune psihologică și comportamentală, care adâncește impactul și prelungește durata acestora, ca urmare autorul recomandă utilizarea factorului psihologic ca metodă obligatorie de gestiune a crizelor economice. În contextul respectiv educația financiară reprezintă instrumentul care ar contribui enorm la consolidarea stabilității financiare

4. Factorul primordial ce subliniază necesitatea intervențiilor în scopul menținerii stabilității financiare este caracterul prociclic al sistemului financiar în întregime, ceea ce înseamnă că odată intrarea economiilor în faze de depresiune, sistemul financiar imediat își încetinește viteza și amplexarea activității, prin aceasta inducând o extindere și o aprofundare a crizei. În contextul descris, autorul recomandă sincronizarea minuțioasă a supravegherii macroprudențiale, implementării măsurilor de stimulare a creșterii economice și a celor de consolidare a stabilității financiare. Măsurile de redresare economică, de asemenea, trebuie coordonate între ministerele de resort și banca centrală, în vederea evitării măsurilor cu caracter contradictoriu.

5. Relațiile de subordonare existente între incluziunea financiară, accesul financiar, disciplina de piață, guvernanta corporativă și educația financiară, prezintă justificarea necesității îmbunătățirii educației financiare a populației (care implică și restul agenților economici, așa cum aceasta cuprinde antreprenorii și angajații din sectorul corporativ și public) și reclamă urgentarea intervenției și implicării statului în vederea ridicării nivelului educației financiare a populației. Autorul recomandă promovarea unei politici de educație financiară la scară națională, pentru grupurile-țintă ale populației în funcție de vârstă, domenii de activitate, nivel al veniturilor și alți factori, și promovarea ridicării nivelului de informare și conștientizare a importanței stabilității financiare.

6. În vederea îmbunătățirii măsurilor de consolidare a stabilității financiare cu utilizarea supravegherii prudențiale, autorul recomandă lărgirea ariei supravegherii prudențiale și propune cuprinderea expunerilor băncilor față de alte instituții financiare.

7. În vederea conștientizării, responsabilizării și contribuției firmelor referitoare la stabilitatea financiară sistemică, recomandăm includerea în formularele de raportare statistică a indicatorilor de stabilitate financiară specifici.

Concluzia generalizată a tezei se bazează pe ***schimbarea perspectivei de abordare a problemei stabilității financiare, de la cea în care banca centrală este privită drept un***

factotum, către una în care stabilitatea financiară este un fenomen plurilateral ce reclamă contributivitatea tuturor agenților economici și instituțiilor guvernamentale.

Planul cercetărilor de perspectivă

În vederea aprofundării domeniului de cercetare, considerăm oportună continuarea cercetărilor cu următoarele orientări:

- Estimarea costurilor instabilității financiare;
- Contribuția dezechilibrului fiscal și bugetar la propagarea instabilității financiare;
- Argumentarea studierii finanțelor populației ca domeniu aparte al finanțelor, reieșind din contribuția majoră asupra stabilității financiare a instituțiilor financiare și firmelor;
- Reproiectarea politicii fiscale în vedere susținerii stabilității financiare;
- Limitele politicii monetare expansioniste;
- Impactul sărăciei asupra stabilității financiare;
- Probleme inegalității veniturilor prin prisma contribuției la stabilitatea financiară;
- Locul politicii de stabilitate financiară în cadrul politicilor macroeconomice.

BIBLIOGRAFIE

Publicații în limba română

1. Abraham-Frois G. Economie politică. București: Humanitas, 1994. 525 p.
2. Albuлесcu, C. Stabilitatea financiară, politica monetară și coordonarea bugetară în UEM. În: Economie teoretică și aplicată, vol. XIX (2012). No. 8 (573), pp.77-88.
3. Anghelache C., Mitruț C., Dumbrava M. Econometrie. Teorie și studii de caz. Ediția a II-a. București: Editura Artifex, 2009. 303 p.
4. Banca Centrală Europeană Stabilitatea prețurilor. De ce este importantă? 2011. Disponibil: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/price_stability_web_2011ro.pdf?78cc172d64c21194e3d0169d267c6296
5. Banca Centrală Europeană. Stabilitatea financiară. Disponibil online: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.ro.html> (vizitat 10 mai 2013)
6. Basno C., Dardac N. Management Bancar. București: Editura Economică, 2002, 271 p.
7. Băcescu, M., Băcescu-Cărbunaru A. Macroeconomie intermediară. București: Editura Universitară, 2004. 540p.
8. BCE. Construirea uniunii bancare. Disponibil on-line: <http://www.ecb.europa.eu/ssm/establish/html/index.ro.html> (vizitat 10 mai 2013)
9. Belostecinic G. Stabilitatea financiară și competitivitatea-factori de creștere economică durabilă în perioada postcriză. În: Economica. Chișinău: ASEM, 2013, nr. 3 (85), p. 7-18.
10. Bogza, M. Supravegherea bancară și rolul acesteia în asigurarea stabilității sistemului financiar în România. Rezumatul tezei de doctorat. București, 2007.
11. Berca A. Crizele-economice-si-ciclicitatea-lor. Disponibil on-line: <http://documents.tips/documents/crizele-economice-si-ciclicitatea-lor-alex-berca.html>
12. Brezeanu P. Finanțe corporative. Volumul II. București: CH Beck, 2009. 656 p.
13. Brezeanu P., Dima A. M. Sisteme financiare. București: Cavallioti, 2011. 346 p.
14. Căpraru B. Internațional banking. București: CH Beck, 2011. 200 p.
15. Cerna S., Teoria anticipațiilor raționale și credibilitatea politicii monetare. Timișoara: Editura Universității de Vest, 2004.
16. Cerna, S., Donath, L., Herbei, M., Seulean, V., Barglazan, D., Albuлесcu, C.T., Boldea, B. Stabilitatea financiară. Timișoara, Editura: Universitatea Timișoara de Vest, 2008.
17. Cobzari L. Aspecte privind stabilitatea sistemului bancar. Chișinău: Editura ASEM, 2008, 224 p.
18. Cobzari L., Cucu M. Aspecte privind stabilitatea sistemului bancar: monografie. Academia de Studii Economice din Moldova. Chișinău: ASEM, 2008. 225 p.
19. Cobzari L., Cucu M. Competitivitatea băncilor în formarea sistemului bancar concurent, Editura ASEM, Chișinău, 1996, 86 p.
20. Cobzari, L., Lica, E. Poziția și performanța financiară a entității prin prisma noilor reglementări. Conferința Științifică Internațională "Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii", 25-26 septembrie 2015, Chișinău: ASEM, 2015, vol.II, p. 6-15.
21. Cobzari, L. Competitivitatea băncilor comerciale și metodele aprecierii ei (în baza materialelor băncilor comerciale din Republica Moldova): autoref. tz. dr. / Ludmila Cobzari ; cond. șt. dr. hab. Eugen Hrișcev, dr. în șt. econ. Chișinău, 1995. 15 p.
22. Cobzari, L. Margineanu, A. Rolul sectorului bancar în contextul dezvoltării durabile a Republicii Moldova. In: Analele științifice ale Universității Cooperatist-Comerciale din Moldova, Vol. XI (partea a doua), Chișinău 2013, UCCM, p.151-156.
23. Cobzari, L. Margineanu, A. Sectorul bancar în cadrul sistemului de asigurare a stabilității financiare. În: Analele ASEM, Nr.1(11), Chișinău, 2013, p. 138-142.
24. Cobzari, L., Băncilă N., Mărgineanu A. The components of banks and contemporary requirements imposed by eurosystem. În: European Research Development in Horizon

- 2020, Suceava, 1 iulie, 2013/ Universitatea Ștefan cel Mare, Suceava: Lumen Media Publishing, p. 93-101.
25. Cobzari, L., Lica, E. Modelarea performanțelor financiare a Întreprinderilor mici și mijlocii. In: Conferința Științifică Internațională ”Politici și mecanisme de inovare și dezvoltare a proceselor economico-financiare și sociale în plan național și internațional”, ed. IX-a, 31 octombrie – 01 noiembrie 2014, USM, Chișinău, 2014, p. 16-22.
 26. Cobzari, L., Lica, E. Strategia financiară a întreprinderilor mici și mijlocii. În: 60 de ani de învățământ economic superior în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progres economic : conf. șt. intern., 27-28 sept. 2013. Chișinău, 2013. Vol. 2. p. 9-12.
 27. Codul Fiscal al Republicii Moldova, nr. 1163 din 24.04.1997.
 28. Comisia Europeană. Politici și supraveghere. Disponibil online: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/preventive_arm/index_en.htm (vizitat 10 mai 2013)
 29. Comisia Europeană. Politici și supraveghere/Pactul de stabilitate și de creștere. Disponibil online: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_ro.htm
 30. Dardac, N., Barbu, T. Monedă, bănci și politici monetare. București: Editura Didactică și Pedagogică, 2005. 440 p.
 31. David R. Opere alese. București: Editura Academiei, 1962, vol. 2, p.190.
 32. Dănilă N., Anghel C. L. ș.a. Retail Banking. Produse și servicii bancare retail. București: Economică, 2012. 112 p.
 33. Dicționar de sinonime al limbii române. Kiev: Editura Kalita, 2005, 335 p.
 34. Dicționarul Explicativ al Limbii Române. Disponibil online: <https://dexonline.ro/>
 35. Dobrescu E. Sisteme monetare contemporane. București: Wolterskluwer, 2011. 224 p.
 36. Dobrotă, N. Dicționar de Economie. București: Editura Economică, 1999. 312 p.
 37. Dragotă V. Abordări practice în finanțele firmei. București: Irecson, 2006. 380 p.
 38. Dumitrescu S., Bal, A. Economie mondială. București: Editura Economică, 2002. 448 p.
 39. Dedu V. Gestiune bancară. București: Editura Didactică și Pedagogică, 1996. 216 p.
 40. Gheorghescu-Roegen N.. Legea entropiei și procesul economic, București: Editura Expert, 1971.
 41. Gheorghe S. Econometrie. București: Editura Universitară, 2011, 200 p.
 42. Grauwe P. Economia uniunii monetare. Chișinău: Cartier, 2009. 312 p.
 43. Iancu, A. Instabilitatea financiară, ciclurile și rolul instituțiilor. Disponibil online: <http://www.studii-economice.ro/2014/seince140423.pdf>
 44. Isărescu M. C. Reflecții economice. Piețe, Bani, Bănci. Editura Expert, București, 2006, 238 p.
 45. Isărescu, M. Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, 2006, p. 8. Disponibil online la: http://www.bnr.ro/Prezentari-si-interviuri-1332.aspx?fld_issue_year=2006
 46. Jula D. Econometrie, Ed. Mustang, 2012, ISBN 978-606-8058-77-1. Disponibil online: Disponibil online: http://www.postdoc.acad.ro/data/files/ECONOMETRIE_-_prof.Jula.pdf
 47. Lacrita G. N. Finanțe publice și fiscalitatea firmei – sinteze. București: Sitech, 2011. 273 p.
 48. Legea cu privire la organizațiile de microfinanțare nr. 280-XV din 22.07.2004. Monitorul Oficial al R.Moldova nr.138-146/737 din 13.08.2004.
 49. Legea instituțiilor financiare nr. 550-XIII din 21.07.1995 (cu modificările și completările ulterioare). În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr.1/2 din 01.01.96.
 50. Legea Republicii Moldova nr. 845 din 03.01.1992 cu privire la antreprenoriat și întreprinderi.
 51. Legea Republicii Moldova Nr. 575 din 26.12.2003 „Privind garantarea depozitelor persoanelor fizice în sistemul bancar”. În: Monitorul Oficial nr. 30-34 din 20.02.2004

52. Legea Republicii Moldova nr.548 – XII din 21.07.1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei (cu modificările și completările ulterioare). În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr.54-57/624 din 12.10.95.
53. Legea responsabilității fiscal-bugetare nr. 69/2010 (republicare), republicată în Monitorul Oficial nr. 330 din 14 mai 2015 (M.Of. nr. 330/2015)
54. Lupulescu G. Gestiunea internă a profitabilității băncilor comerciale. București: Economică, 2011. 258 p.
55. Memorandum de înțelegere privind menținerea stabilității financiare. Chișinău, 21.02.2011
56. Mihai I. Tehnica și managementul operațiunilor bancare. București: Editura Expert, 2003, p. 54-57.
57. Manic, S., Economic crisis, its prospects and challenges for economic theory. In: Scientific Bulletin – Economic Sciences, 2009, Vol. 8 (14).
58. Niculae, M. Factorii de influență a stabilității financiare a băncilor comerciale. În: Conferința Științifică Internațională “60 de ani de învățământ superior în Republica Moldova: prin inovare și competitivitate spre progress economic”, ASEM, Chișinău, 27-28 septembrie 2013, vol. II, p.135-137.
59. Niculae, M. Posibilitățile de gestionare a riscurilor bancare. In: Economica. Chișinău, 2013, nr. 2(84), p. 94-98.
60. Niculae, Mirela, Stabilitatea financiară prin aspecte conceptuale. In: Analele științifice ale Universității Cooperatist-Comerciale din Moldova, Chișinău: 2012, Volumul al XI-lea, p. 372-374.
61. Niculae, M. Unele abordări conceptuale privind stabilitatea și instabilitatea financiară. În: Conferința Științifică Internațională Jubiliară “Modalități de eficientizare a sistemului economico-financiar în scopul dezvoltării economice durabile a Republicii Moldova”, Ediția a VIII-a. Universitatea de Stat din Moldova, Chișinău, 01-02 noiembrie 2013, p.184-187.
62. Nițu, I. Managementul riscului bancar. București: Editura Expert, 2000, 287 p.
63. Ordonanța nr.39/1996 „Privind înființarea și funcționarea Fondului de garantare a depozitelor în sistemul bancar” // Monitorul Oficial, Partea I, nr. 587 din 19.08.2010. <http://www.fgdb.ro/cadru-legal/Ordonan%C8%9Ba-nr39-1996-privind-%C3%AEnfiin%C5%A3area-%C5%9Fi-fu-28.html>
64. Paun, C. Cauzele, propagarea și efectele crizelor într-o lume din ce în ce mai globalizată. Disponibil online: <http://www.sferapoliticii.ro/sfera/148/art02-paun.html>
65. Pecican E., Econometrie pentru economiști, Econometrie: teorie și aplicații. București: Editura Economica, 2003, 368 p.
66. Perciun ,R., Cuhai R., Clichici D., Timofei O., V Popa., Petrova T. Stabilitatea financiară a economiei în tranziție. Chisinau: INCE, 2015. 416 p. P. 12.
67. Pîrțachi I., Brăilă A., Șișcanu N. Econometrie aplicată: Studii de caz. Chișinău: ASEM, 1999, 172 p.
68. Popa A., Oprițescu M. Instituțiile financiare ale economiei concurențiale. București: Universitaria, 2002. 383 p.
69. Programul de convergență al României, 2015-2018. Guvernul României. Disponibil online: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/cp2015_romania_ro.pdf (vizitat pe 14 noiembrie 2015).
70. Radu (Niculae), M. Restructurarea întreprinderilor în dificultate. În: A zecea sesiune de comunicări științifice a cadrelor didactice din Universitatea Româno-Americană cu participare internațională. - București, 26-27 mai 2005, vol.2 - Secțiunea Economia teoretică și aplicată, Editura Universul Juridic, București, 2005, p.600-608.
71. Radu (Niculae), M. Stabilitatea financiară a unui agent economic. În: A zecea sesiune de comunicări științifice a cadrelor didactice din Universitatea Româno-Americană cu

- participare internațională. - București, 26-27 mai 2005, vol.2 - Secțiunea Economia teoretică și aplicată, Editura Universul Juridic, București, 2005, p.586-599.
72. Regulament BNM cu privire la suficiența capitalului ponderat la risc. În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.130/310 din 26.10.01.
 73. Regulamentul BNM cu privire la lichiditatea băncii, cu modificarea și completarea din 17.12.2009, HCA nr. 265. În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr. 27-28 din 19.02.2010.
 74. Regulamentul UE nr. 1024/2013 al Consiliului din 15 octombrie 2013. Disponibil în limba română pe site-ul BCE: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:287:0063:0089:RO:PDF>
 75. Samuelson, P.A. Economia. Analiză introductivă, Utet, Torino, 1969. p. 318-319.
 76. Secrieru, Angela. Guvernanța corporativă în băncile din Republica Moldova sub impactul reglementărilor Comitetului de la Basel. În: Buletin de Politică Externă al Moldovei, nr. 64, februarie, 2013. IDIS Viitorul. Disponibil online la: www.viitorul.org/download.php?file...
 77. Site-ul Agenției de Rating și Estimare Estimator-VM. Disponibil online: evm.md
 78. Site-ul oficial al Bancii Naționale a României. Rapoarte asupra stabilității financiare. Disponibil online la: <http://www.bnr.ro>
 79. Site-ul oficial al Băncii Naționale a Moldovei. Disponibil online: bnm.md
 80. Site-ul oficial al Biroului Național de Statistică din Republica Moldova. Disponibil online: statistica.md
 81. Site-ul oficial al Institutului Național de Statistică din România. Disponibil online: <http://www.insse.ro/cms/>
 82. Site-ul oficial al Ministerului Economiei din Republica Moldova. Disponibil online: mec.gov.md
 83. Site-ul oficial al Ministerului Finanțelor Publice din România. Disponibil online: www.mfinante.gov.ro
 84. Smith, A. Avuția națiunilor. București, 2011.
 85. Spulbăr C.M. Către o nouă arhitectură a stabilității financiare europene.
 86. Stabilitatea sectorului financiar în România. Lucrare elaborată în contextul implementării grantului de cercetare alocat Universității de Vest Timișoara, cod CNC SIS 554/2006. Disponibilă online: <https://ru.scribd.com/doc/53068325/Stabilitatea-financiara-pt-teza>
 87. Stancu S., Tudorel A., Iacob A. I., Tusa E. Introducere în econometrie utilizând Eviews. București: Editura Economică, 2008, 232 p.
 88. Stratulat O., Dohotaru M. Noi reglementări prudențiale pentru instituțiile financiare sistemic importante derivate din consecințele actualei crize financiare. În: RM: 20 de ani de reforme economice. Conf. șt. internaț. Chișinău, 2011, p. 158-160.
 89. Tigănescu, E., Roman, M., Stancu, S. Modelarea proceselor și afacerilor, Ed. ASE, București, 2002. Cap. 1. Concepte fundamentale ale modelării macroeconomice. Disponibil online: <http://www.ase.ro/Roman/am/cap1.pdf>
 90. Modalități de soluționare a crizei. Disponibil online: <http://www.ase.ro/> (vizitat 15 iunie 2015)
 91. Todorici L. Stabilitatea financiară: factori de influență. Revista „Económica”, nr.1 (75) 2011, p.116-119.
 92. Țigănescu, E., Roman M. Analiză macroeconomică. București: Ed. ASE, 2002. Cap.I. Concepte fundamentale ale modelării macroeconomice.
 93. Versiune consolidată a Tratatului privind Uniunea Europeană și a Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene JO C 326, 26.10.2012, p. 1. Disponibil online: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026ro.pdf

Publicații în limba engleză

94. About EFSF. Disponibil online: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
95. Afonso, António; Rault, Christophe. Budgetary and External Imbalances Relationship – A Panel Data Diagnostic. In: ECB Working Paper, No. 961. November, 2008. Online available: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp961.pdf?adf13bd3a5af0f34e054bf397342fd42>
96. Albacete, N., and Lindner, P. Household Vulnerability in Austria - A Microeconomic Analysis Based on the Household Finance and Consumption Survey. In: Financial Stability Report (25), 57-73. 2013. Online available: https://www.oenb.at/dam/jcr:4b35f13d-56a3-44c8-9d9...cs2_tcm16-256588.pdf
97. Albulescu, C. Forecasting the Romanian Financial System Stability using a Stochastic Simulation Model. In: Romanian Journal of Economic Forecasting 1/2010.
98. Allen, J.F. Towards a general theory of action and time. Artificial Intelligence, v. 23, 1984, pp. 123-154; Burgin, M. Elements of the System Theory of Time. Department of Mathematics, University of California, Los Angeles. Online available: arxiv.org/pdf/physics/0207055
99. Allen, Mark; Rosenberg, Christoph, Keller, Christian; Setser, Brad; Roubini, Nouriel. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. In: IMF Working, Paper Policy Development and Review Department. December 2002. Online available: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02210.pdf>
100. Apostolik, R., Donohue, C. and Went, P. Foundations of banking risk: An overview of banking, banking risks and risk – based banking regulation. London: John Wiley, 2009.
101. Bank of Canada. Site-ul oficial. Online available: <http://www.bankofcanada.ca/publications/fsr/>
102. Basel Committee on Banking Supervision. Principles for enhancing corporate governance, Bank for International Settlements, October 2010. Citat după Secrieru A. (2013)
103. Basel Committee on Banking Supervision. The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature. Working Paper No. 18, February 2011. Online available: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp18.pdf
104. Bank of England. Financial Stability. Disponibil online la: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/default.aspx>.
105. Beer, C., and Scurz, M. Characteristics of Household Debt in Austria. In: Monetary policy and the economy, Q2/2007. P. 58-79.
106. Bernanke B., Boivin S. J., Elias, P. Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) approach. În: Quarterly Journal of Economics, 2005, nr. 120(1), p. 387-422.
107. Bernanke B., Mihov S. Measuring Monetary Policy. În: Quarterly Journal of Economics, 1998, nr.113, p. 869-902.
108. Bernanke, Ben, Financial Market Conference, Atlanta Georgia, Aprilie 2012. Online available: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120409a.htm>
109. BIS. Measures of financial stability – a review. Online available: www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ab.pdf
110. Brave S., Butters A. Monitoring Financial Stability: A Financial Conditions Index Approach. In: Economic Perspectives, 2011. Vol. 35, No. 1. p. 22–43. Online available: <https://ideas.repec.org/a/fip/fedhep/y2011iqip22-43nv.35no.1.html>
111. Burns, Arthur, Mitchell, Wesley C., 1946. Measuring Business Cycles. In: NBER Book Series, Studies in Business Cycles, p. 4.

112. Cardarelli, Roberto, Elekdag Selim, Lall Subir. Financial Stress, Downturns, and Recoveries. In: IMF paper. Online available: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09100.pdf>
113. CBRT. Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of Turkey, June 2006, Volume 2. Online available: <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ffef26d-c78e-46f6-b687-84fcff32b04c/06-07.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ffef26d-c78e-46f6-b687-84fcff32b04c>
114. Center for Financial Inclusion. Online available: <http://www.centerforfinancialinclusion.org/fi2020>
115. Central European Bank. Financial Stability Review. Online available: <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html> (visited 10.05.2015).
116. Chant, J. Financial Stability as a Policy Goal. In: Essays on Financial Stability, Technical Report No. 95, Bank of Canada. 2003, September., p. 3-4.
117. Constantinescu, L. A., Constantinescu, A., Niculae, M. Risk Management in Cooperative Banks from the 21st Perspective. In: Annual Scientific National Conference "Financial aspects of sustainable development of Romania under the conditions of crisis, european integration and globalization". București, 27-28 martie 2014, Knowledge Horizons Economics, Vol. 6, Issue 1, p.60-62.
118. Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability. GEI Newsletter Issue nr.6, 11-12 July 1997. Online available: <http://www.ccpr.org/gci/6rep2.htm> ; Crockett A. Why is the Financial Stability a Goal of Public Policy? Federal Reserve Bank of Kansas City Journal „Economic Review” Q IV, 1997, p.5-22. <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97crock.pdf>
119. Dattels P., McCaughrin R., Miyajima K., Puig J. Can You Map Global Financial Stability? In: IMF WP/10/145. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10145.pdf
120. Debelle, G. Household Debt and the Macroeconomy. In: BIS Quarterly Review March. 2004. P.51-64. Online available: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.1945&rep=rep1&type=pdf>
121. Dejan Šoškić: Financial literacy and financial stability. Keynote speech by Mr Dejan Šoškić, Governor of the National Bank of Serbia, at the Bank of Albania 9th International Conference "Building our future through financial literacy", Tirana, 15 September 2011. Online available: www.bis.org/review/r110929e.pdf
122. Dell' Arriccia, D Igan, L Laeven and H Tong (2012). Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms", IMF Discussion Note, April.
123. Drehmann, M, C Borio and K Tsatsaronis (2012) Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term. BIS Working Papers, no 380, June.
124. Eckshtein, O., Sinai, O. The mechanisms of the Business Cycle in the Postwar Era. In: The American Business Cycle: Continuity and Change, edited by Gordon G. National Bureau of Economic Research, 1986. Online available: <http://www.nber.org/books/gord86-1>;
125. English, W, K. Tsatsaronis and E. Zoli, 2005. Assessing the predictive power of measures of financial conditions for macroeconomic variables. BIS Papers, no 22, p 228-252.
126. Equilibrium in the Macroeconomy. Online available: <http://cstl-hcb.semo.edu/bdomazlicky/ec101text/chap12/chap12sec1.htm>
127. Deutsche Bundesbank. Financial stability review, 2003, p. 8. Disponibil online la: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Financial_Stability_Review/2003_financial_stability_review.pdf?__blob=publicationFile.
128. European Comision. Economic stability and growth. Online available: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/stability_growth/index_en.htm
129. Ferguson R. Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective? Paper presented to an International Monetary Fund Conference Challenges to Central Banking

- from Globalized Financial Markets, Washington, D.C., September 17, 2002. Online available: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021016/default.htm>
130. Finance for all? Policies and pitfalls in expanding access. A World Bank Policy Research Report. 2008. Online available: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6905> Retrieved at 20 April 2015.
 131. Financial Inclusion Glossary. Online available: <http://www.centerforfinancialinclusion.org/publications-a-resources/financial-inclusion-glossary#nominalinterestrates>
 132. Financial Soundness Indicators: Compilation Guide. Online available: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/index.htm>.
 133. Gabrisch, Hubert. Financial Fragility and Exchange Rate Arrangements of EU Candidate Countries. In: International Center for Economic Growth. Working paper nr. 15, 2002. Online available: http://www.icegec-memo.hu/eng/publications/_docs/wp/wp15.pdf
 134. Geršl A., Hermánek J. Indicators of Financial System Stability: Towards an Aggregate Financial Stability Indicator? In: Prague Economic Papers. 2008. Vol. 3. p. 127–142. Online available: <https://www.vse.cz/pep/325>
 135. Goodhart, C, O Aspachs, M Segoviano, D Tsomocos and L Zicchino. Searching for a metric for financial stability. In: LSE Financial Markets Group Special Paper Series, Special Paper no 167, May, 2004.
 136. Goodhart, C.A.E; D.P. Tsomocos. Analysis of Financial Stability, Bank of Canada Conference „Developing a Framework to Assess Financial Stability”. Ottawa, Canada, 7-8 November 2007.
 137. Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies, European Union, 2010.
 138. Griffith-Jones, Stephany. International financial stability and market efficiency as a global public good. Oxford, 2003. Online available: www.bis.org/review/r121015c.pdf
 139. Hatzius, J, P Hooper, F Mishkin, K Schoenholtz, M Watson (2010). Financial conditions indexes: a fresh look after the financial crisis. NBER Working Papers, no 16150.
 140. IMF. FSI Tables. Online available: <http://fsi.imf.org/fsitable.aspx>
 141. Indermit S. Gill, Ivailo Izvorski, Willem van Eeghen, Donato De Rosa. Diversified Development: Making the Most of Natural Resources in Eurasia. 2014. Online available: www.worldbank.org/.../diversified-development-eurasia-full-report.pdf
 142. International Monetary Fund. About the IMF/ Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. Online available: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/>
 143. Ishihara, Yoichiro. 2005. Quantitative Analysis of Crisis : Crisis Identification and Causality. World Bank, Washington, DC. World Bank. Online available: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/8947>
 144. Juglar, C. Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis, Paris, 1860.
 145. Kaminsky G., Reinhart C. Bank Lending and Contagion: Evidence from the East Asian Crisis. Working Paper, National Bureau of Economic Research, 1999. Cited by: Paun, C. Cauzele, propagarea și efectele crizelor într-o lume din ce în ce mai globalizată. Online available: <http://www.sferapoliticii.ro/sfera/148/art02-paun.html>
 146. Karlan, Dean. The Next Stage of Financial Inclusion. In: Stanford Social Innovation Review. Fall 2014. Online available: http://www.ssireview.org/articles/entry/the_next_stage_of_financial_inclusion#bio-footer
 147. Kitchin, Joseph. Cycles and Trends in Economic Factors. Review of Economics and Statistics. The MIT Press. 19235 (1): 10–16.
 148. Kondratiev, N.D. The Long Wave in Economic Life. In Review of Economics Statistics, 1935. N.D. Kondratiev, Die langen Wellen der Konjunktur, in „Archiv für

- Sozialwissenschaft und Sozialpolitik", 1926, p. 573-609. Cited by: Narkus, Sarunas. Kondratieff, N. and Schumpeter, Joseph A. long-waves theory Analysis of long-cycles theory. Online available: <https://www.duo.uio.no/bitstream/handle/10852/38107/Sarunas-Narkus.pdf?sequence=1>
149. Kopits, George. Fiscal Responsibility Framework: International Experience and Implications for Hungary. In: Occasional Papers 62 of The central bank of Hungary (Magyar Nemzeti Bank). Budapest, July 2007. p. 9. Online available: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-62.pdf>
 150. Krugman, Paul R. International economics: theory & policy/Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz. 9th ed. (The Pearson series in economics), 2012. 736 p.
 151. Lutton, T. Early Warning Systems. In: IMF-NBR Regional Seminar, Sinaia, 7-9 november 2006.
 152. Mankiw, N. Gregory (Harvard University). Macroeconomics. 2010. 641 p.
 153. Mankiw, N. Gregory (Harvard University). Principles of Economics. Sixth Edition, Cengage Learning, 2008. 890p.
 154. Marshall, Alfred, Principles Of Economics. London, 1890. Citat în Orio Giarini, W. Stahel, Limitele Certitudinii. București, 1996, p. 304.
 155. Mayer, Colin. Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development. In: Volume Title: Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment . University of Chicago Press, 1990. Online available: <http://www.nber.org/chapters/c11477.pdf>
 156. Mayer, Colin. Financing the New Economy: financial institutions and corporate governance. In: Information Economics and Policy 14 (2002) 311–326. Online available: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.746&rep=rep1&type=pdf>
 157. Mendelsonas, T. Review of household debt and financial stability relationship concept. In: European Journal of Contemporary Economics and Management. May 2014. Edition Vol.1 No.1. p. 64-71. Online available: <http://ejcem.eu/wp-content/uploads/2016/03/1-1-4.pdf>
 158. Minsky, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis. In: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, May 1992. Online available: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=161024
 159. Mishkin F. Anatomy of a Financial Crisis. Cambridge National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3934, 1991. In: Journal of Evolutionary Economics, August 1992, p.115-130.
 160. Mishkin F. The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. Symposium at Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1997, p.55-96.
 161. Mishkin, Frederic S., Stanley G. Eakins Financial markets and institutions . 7th ed. p. cm.. The Prentice Hall series in finance, 2012. 709 p.
 162. Moinescu, B. Early Warning System of CAMP Rating Downgrade Events. In: NBR, OP/07. 2007. Online available: www.bnr.ro/files/d/Pubs_en/OP/op0707.pdf
 163. Monnin, Pierre; Jokipii, Terhi. The impact of banking sector stability on the real economy. Swiss National Bank. 07 October 2010. Online available: <http://voxeu.org/article/banking-sector-stability-and-real-economy>
 164. Morin, E. Pour une crisologie, (Connexions, vol. 25, 1976), 149-163. Citat după: Paun, C. Cauzele, propagarea și efectele crizelor într-o lume din ce în ce mai globalizată. Online available: <http://www.sferapoliticii.ro/sfera/148/art02-paun.html>
 165. National Bureau of Economic Research (USA). Online available: <http://www.nber.org/cycles/main.html>
 166. Niculae, M. Improvement of Deposit Guarantee Schemes in Banking systems. În: International Conference on "Conjuncture and New Trends in the Economic

- Development”, the 2-nd Edition. București, 3-5 aprilie 2013, Knowledge Horizons Economics, Vol.V, Nr.2, p.185-188.
167. Niculae, M. Monetary Policy and Its Role in Macroeconomic Stability. In: International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, January 2013, Vol.3, No.1, p.520-524. Online available: <http://www.hrmars.com/admin/pics/1511.pdf>
 168. Niculae, M., Regulations regarding financial stability for banking system. In: International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, January 2013, Vol.3, No.1, p.187-190. Online available: <http://www.hrmars.com/admin/pics/1515.pdf>
 169. Niculae, M. Simionescu, M. A Panel Data Analysis for Financial Stability Indicators. In: Annual Scientific National Conference „Romania’s fiscal policy and its influences on romanian society development”, First Edition. - București, 9-11 aprilie 2014, Knowledge Horizons Economics, Vol.6, Issue 4, p. 46-50.
 170. Niculae, M. Simionescu, M. Econometric Model Regarding the Financial Stability at the Macroeconomic Level. În: Conferința națională “Noi tendințe pentru o economie bazată pe cunoaștere și globalizare”. București, 14-15 mai 2015, Knowledge Horizons Economics, Vol.7, Issue3, p.198-204. Online available: http://orizonturi.ucdc.ro/arhiva/khe-vol7-nr3-2015/Niculae_Simionescu.pdf
 171. Niculae, M. Strat, B. Management in the Field of Insolvency. The Recovery Need of a Bank Company in the Field of the Contemporary Crisis. În: Annual Scientific National Conference „Romania’s fiscal policy and its influences on romanian society development” First Edition. - București, 9-11 aprilie 2014, Knowledge Horizons Economics, Vol.6, Issue 4, p. 75-80.
 172. OECD Principles of Corporate Governance, OECD, Paris, 1999.
 173. OECD Principles of Corporate Governance, OECD, Paris, 2004; Corporate Governance and the Financial Crisis, OECD Steering Group on Corporate Governance, OECD, Paris, 2010.
 174. Porter, M. Building the Microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Microeconomic Competitiveness Indices. În: Global Competitiveness Report 2002-2003, WEF, Geneva, 2003.
 175. Research and Guidance Committee of International Association of Deposit Insurers. Financial Inclusion and Deposit Insurance. Research Paper.June, 2013. Online available: http://www.iadi.org/docs/2013-06_Financial_Inclusion_and_Deposit_Insurance_publication-clean.pdf
 176. Robbins, L. Eseu asupra naturii și semnificației științei economice. 1947. Cited by: Frois, G.A., Economia Politică. București: Ed. Humanitas, 1994, p. 10.
 177. Schularick, M and A Taylor (2009). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008. NBER Working Paper 15512.
 178. Simionescu M., Niculae, M., Nedeluț, M. An econometric model for financial stability indicators. În: Annual Scientific National Conference “Financial aspects of sustainable development of Romania under the conditions of crisis, european integration and globalization”. București, 27-28 martie 2014, Knowledge Horizons Economics, Vol. 6, Issue 1, p.167-171.
 179. Site-ul de date statistice a Băncii Mondiale. Online available: data.worldbank.org
 180. Site-ul Eurostat – oficiul statistic al Uniunii Europene. Online available: ec.europa.eu
 181. Site-ul oficial al Organizației de Cooperare și Dezvoltare Economică. Online available: stats.oecd.org
 182. Slack, Graham L. Availability of Financial Soundness Indicators, IMF Working Paper WP/03/58. Washington: International Monetary Fund, 2003. Online available: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0358.pdf>.

183. Sutherland, D. et al. Debt and Macroeconomic Stability. In: OECD Economics Department Working Papers, No. 1003, OECD Publishing. 2012.
184. The Circular Flow Model of Our Economy. Online available: <http://users.chariot.net.au/~mjarrett/Devel/Demand/Circ.htm>
185. The World Bank. Romania Functional Review. Research, Development, and Innovation Sector”, Final Report, May, 2013, p. 21.
186. Walker, S. D., și alții, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities. London: HM Treasury, 2009. Cited by Secieru A. (2013)
187. Wellink, Nout. Current Issues in Central Banking. In: Oranjestad: Central Bank of Aruba, November 14, 2002, p. 2.
188. Worldbank, IMF. Financial Sector Assessment: A Handbook. Online available: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/WBI/WBIPROGRAMS/FSLP/0,,contentMDK:20656885~pagePK:64156158~piPK:64152884~theSitePK:461005,00.html> (vizitat 20 septembrie 2011).
189. WorldBank. Sustainable development. Online available: <http://www.worldbank.org/en/topic/sustainabledevelopment>
190. Wray L., Randal. Financial Instability. In Working Paper No. 19. The Levy Economics Institute of Bard College. 2001.

Publicații în limba franceză

191. Hammond, Gill. Définitions et caractéristiques de la stabilité financière pour les Pays en Développement. In : Revue Economique et Monétaire N° 1. 2007. Ligne accessible: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/idep/unpan029165.pdf>
192. Yves – Eglem J., Mikol A. Mecanismes financières de l’entreprise. Paris: Montchrestien, 1991. 229 p.

Publicații în limba rusă

193. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс. Санкт-Петербург: Экономическая школа, 1998. Т. 1. 497 с.; Т. 2. 668 с.
194. Булатов А.С. Экономика, 1999. Disponibil online: <http://uchebnik-besplatno.com/economics-uchebnik/ponyatie-ekonomicheskikh-agentov-osnovnyie.html>
195. Грачев А.В. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия. М.: Изд-во «Финпресс», 2002. 208 p.
196. Земцов, А.А.; Осипова Т.Ю. Финансовая устойчивость домашних хозяйств: основные подходы. В: Проблемы Учета И Финансов. No 4(20) 2015. Disponibil online: [http://journals.tsu.ru/uploads/import/1391/files/4\(20\)_024.pdf](http://journals.tsu.ru/uploads/import/1391/files/4(20)_024.pdf)
197. Кобзарь Л., Тюриков С., Суворова Ю., Компаниец М. Современные инструменты и методы управления финансами предприятия: учеб. пособие по курсу мастерата . Кишинёв : Valinex, 2012. 224 с.
198. Кормилицина И.Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы. Финансы и кредит, 2011, №35, с.44-54.
199. Матвеева, Т.Ю. Введение в макроэкономику. Государственный Университет Высшая Школа Экономики. Учебное пособие. Шестое издание, исправленное. Издательский дом ГУ ВШЭ. Москва 2008. 511 с. ISBN 978-7598-0611-0. p. 16.
200. Ченцов, Р. Повышение финансовой устойчивости домашних хозяйств. Москва, 2011. Автореферат по ВАК 08.00.10. Disponibil online: <http://www.dissercat.com/content/povyshenie-finansovoi-ustoichivosti-domashnikh-khozyaistv>

201. Чижевский, А.Л. Физические факторы исторического процесса. Калуга, 1924. 72 с.
202. Жирмунский, А.В., Кузьмин, В.И. Критические уровни в развитии природных систем. Л.: Наука 1990. 223 с.
203. Шинази, Гарри. Определение финансовой стабильности. с. 4. Disponibil online <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues36/rus/issue36r.pdf>

ANEXE

**Grupele de agenți economici după sectoare instituționale
și rol în circuitul economic**

Denumirea grupelor de agenți economici		Descrierea motivațiilor activității și funcțiilor în cadrul economiei
	Menaje sau gospodării casnice AE-1	Însumează persoanele fizice care urmăresc obținerea de venituri în special din remunerarea muncii, dar și din unele transferuri efectuate de alte sectoare, veniturile fiind destinate satisfacerii nevoilor de consum. Îndeplinesc funcțiile de consumatori finali a tuturor bunurilor și serviciilor produse în economie; furnizori ai factorului muncă.
Firmele	Firme (nefinanciare) AE-2	Motivația activității este obținerea de profit; fiind numit și sectorul afaceri. Sunt constituite sub forma unităților economice ce au ca activitate principală producția de bunuri și servicii destinate vânzării (produc pentru piață): societăți comerciale private, întreprinderi publice, cooperative. Resursele provin din încasările rezultate din vânzări, consumul reprezintă achiziția resurselor și factorului muncă.
	Instituții de credit AE-4a	Unități economice care mobilizează resursele bănești temporar disponibile și le redistribuie, finanțând astfel economia. Scopul activității este obținerea de profit. Aici se includ băncile și alte organisme financiare specializate.
	Instituții de asigurări (AE-4b)	Instituții care asigură plata în caz de realizare a riscului, în schimbul primelor contractuale și a cotizațiilor voluntare care le sunt vărsate.
	Organizații necomerciale⁸	Organizații care furnizează unor grupuri speciale de menaje servicii noncomerciale. Aici sunt incluse partidele politice, sindicatele, organizațiile nonguvernamentale, asociațiile culturale. Resursele lor sunt constituite din contribuțiile voluntare ale menajelor, altor sectoare și finanțărilor de la guverne.
	Guvernul sau instituțiile publice AE-3	Prestează servicii pentru colectivitate și redistribuie veniturile. În mod concret, există administrații publice centrale, administrații publice locale și administrații de securitate socială. Resursele lor provin din vărsăminte obligatorii de la alte sectoare, primite direct sau indirect.
	Străinătatea / restul lumii / exteriorul AE-5	Sintetizează relațiile dintre unitățile rezidente (cu centrul principal de activitate pe teritoriul țării de referință) și cele nerezidente. Nu este un sector instituționalizat în sens deplin, căci prezintă activitatea unităților nerezidente doar în măsura în care acestea sunt în legătură cu unitățile rezidente.

Sursa: compilat de autor.

⁸În cercetarea de față Agentul economic agregat – Organizațiile Necomerciale nu este examinat în mod egal cu restul grupelor de agenți menționați din două motive: (1) ca regulă acestea nu înregistrează deficite sau excedente bugetare așa cum cheltuie doar în limita finanțărilor nerambursabile obținute (granturi, cotizații ale membrilor) și activitățile lor nu au scop de obținere a profiturilor și (2) orice cercetare științifică presupune și abstractizare științifică, mai ales pentru factorii cu impact nesemnificativ.

Sinteza abordării conceptului de stabilitate financiară

Autorul	Esența conceptului	Tipul abordării (I sau II), concluzii
Andrew Crockett, directorul general al Băncii Reglementelor Internaționale	Stabilitatea financiară reprezintă „absența instabilității”, mai precis: situația în care performanța economică nu este afectată în mod potențial de fluctuația prețurilor activelor sau de incapacitatea instituțiilor financiare de a-și îndeplini obligațiile [118]. Trebuie să acordăm atenție asupra a două aspecte principale. În primul rând, în conformitate cu definiția de mai sus instabilitatea financiară ar trebui să fie identificată cu prezența potențialelor amenințări către economia reală, mai degrabă decât cu valoarea daunelor efective suferite. În al doilea rând, instabilitatea financiară este cauzată de volatilitatea excesivă a piețelor financiare, slăbiciunea instituțiilor financiare și incapacitatea băncilor și altor instituții financiare să își îndeplinească obligațiile. Pentru a asigura stabilitatea financiară este necesar ca: (i) instituțiile de bază ale unui sistem financiar să fie stabile, să se bucure de credibilitate, să-și poată onora obligațiunile contractuale fără asistența altor organisme, (ii) piețele de bază să fie stabile și participanții acestora să-și poată desfășura tranzacțiile în condiții de confidențialitate, la prețuri stabile, ce nu variază substanțial pe termen scurt [118].	I
J. Chant	Instabilitatea financiară se referă la condițiile de pe piețele financiare, care afectează sau amenință să afecteze performanțele economice prin impactul pe care îl au asupra sistemului financiar.[116] La fel ca și Andrew Crockett, Chant consideră că instabilitatea financiară apare deja când există un risc de deteriorare a performanței sectorului real al economiei, deși deteriorarea performanței reale nu s-a produs și poate să nu apară. Cu toate acestea, spre deosebire de prima definiție, unde cauzele instabilității financiare sunt considerate volatilitatea sporită a piețelor financiare și deteriorarea solvabilității instituțiilor financiare, Chant se concentrează exclusiv pe piețele financiare.	I
Roger Ferguson, Vicepreședinte le Consiliului de Administrație al Federal Reserve System	Consideră că noțiunea de instabilitate financiară pentru băncile centrale și alte autorități include conceptul de "eșec al pieței" sau „externalități”, care afectează în mod negativ activitatea economică reală. R.Ferguson atrage atenția că instabilitatea financiară este determinată de trei criterii: 1) prețurile activelor financiare cheie care se abat semnificativ de la valorile fundamentale; 2) întreruperi în funcționarea piețelor de valori mobiliare și accesul la credite în țară și, eventual, la nivel internațional;	I Abordările lui Ferguson și Chant sunt mai orientate spre piață, și mai puțin

	3) cheltuielile totale, care se abat semnificativ de la potențialul economic al țării. [198]	bancar-orientate.
F. Mishkin	Instabilitatea financiară apare atunci când șocurile din sistemul financiar interferează cu fluxul informațional în așa mod încât sistemul financiar nu mai este capabil să-și îndeplinească funcțiile și să canalizeze resursele spre destinațiile cele mai productive [160,7]	I
N. Georgescu-Roegen	Stabilitatea financiară este o caracteristică dinamică, deoarece starea sistemului financiar se modifică în timp: ea se degradează din cauza diverselor șocuri pe care le suferă elementele componente, însă sistemul tinde totuși în permanență să se refacă sub acțiunea unor mecanisme autoreglatoare specifice. Conform N. Georgescu-Roegen „Legea entropiei și procesul economic [40]”, sistemul continuă totuși să existe și să funcționeze în parametri rezonabili, ceea ce permite proceselor economice să se deruleze cu o anumită eficacitate și să se reechilibreze treptat.	II
Garry Schinasi, Lucrarea "Definiția stabilității financiare"	Există cinci principii cheie care ar trebui să ghideze definirea stabilității financiare: 1) stabilitatea financiară se referă la diferitele elemente ale sistemului financiar: infrastructura, instituțiile și piețele; 2) securitate financiară înseamnă nu numai ca sistemul financiar să funcționeze eficient pentru alocarea resurselor și riscurilor, mobilizarea economiilor și acumularea de avere, dar implică, de asemenea și buna funcționare a sistemului de plăți; 3) stabilitatea financiară implică nu numai absența crizelor economice, dar, de asemenea, capacitatea sistemului financiar de a de limita și elimina la timp diverse dezechilibre, adică înainte de a provoca daune sistemului în sine; 4) stabilitatea financiară ar trebui luată în considerare din punct de vedere al impactului său asupra economiei reale. Dacă neregulile în funcționarea piețelor și instituțiilor financiare nu prezintă amenințare pentru economia reală, atunci ele ar trebui să fie privite doar ca o amenințare la adresa stabilității financiare; 5) în cadrul stabilității financiare nu ar trebui să fie luată în vedere o stare de echilibru determinată sau direcția la care sistemul financiar trebuie să se întoarcă, supraviețuitor șoc, ci un anumit interval. [203] Mai precis, „stabilitatea financiară” este starea în care se află sistemul financiar atunci când este capabil să îndeplinească simultan următoarele trei funcții esențiale: I. intermedierea intertemporală (dinamică), eficientă și lipsită de șocuri a resurselor financiare (transferul fondurilor de la cei care le dețin la cei care le utilizează); II. evaluarea, anticiparea și gestionarea cu relativă rigoare a riscurilor implicate de acest proces; III. absorbția șocurilor pe care le suferă și/sau generează economia reală. [203] Rezumând principiile menționate mai sus, G. Schinazi formulează definiția „stabilității financiare”, după cum urmează: sistemul financiar este în intervalul de stabilitate atunci când este	II

	în măsură să crească productivitatea economiei, precum și să elimine dezechilibrele financiare care apar endogen sau ca urmare a unor evenimente semnificative negative și neprevăzute [198].	
Raportul Bundesbank	Termenul de stabilitate financiară reflectă starea în care sistemul financiar funcționează în mod eficient, fiind în măsură să aloce eficient resursele, să disipeze riscurile și să asigure lichidarea datoriilor, chiar și în situații de șoc, de criză sau de modificări structurale profunde.[127]	II
Banca Angliei	Stabilitatea financiară – ca încrederea publică și confidența în instituțiile, piețele, infrastructura și sistemul financiar în ansamblu - este esențială pentru o economie sănătoasă, care funcționează bine[104].	II
Banca Olandei	Un sistem financiar stabil este capabil să aloce în mod eficient resursele și să absoarbă șocurile, evitând ca acestea să aibă un efect distructiv asupra economiei reale sau al altor sisteme financiare[187] .	II
Banca Națională a Cehiei	Stabilitatea financiară este situația în care sistemul financiar funcționează fără defecțiuni grave sau efecte nedorite asupra dezvoltării prezente și viitoare a economiei în ansamblu, demonstrând un grad ridicat de rezistență la șocuri."[198]	II
Mugur Isărescu, Guvernatorul BNR	Stabilitatea financiară este situația în care sistemul financiar este capabil să atragă și să plaseze fonduri bănești în mod eficient și să reziste la șocuri fără a aduce prejudicii economiei reale [45].	II
Banca Centrală Europeană	Stabilitatea financiară poate fi definită ca o situație în care sistemul financiar, care include intermediarii financiari, piețele și infrastructura de piață, este capabilă să reziste la șocuri și să elimine dezechilibrele financiare, reducând astfel riscul de perturbări grave în domeniul intermedierei financiare, care împiedică utilizarea eficientă a potențialului investițional al economiilor."	II
BNR, primul „Raport asupra stabilității financiare”	În sens larg stabilitatea financiară este acea caracteristică a sistemului financiar de a face față șocurilor sistemice pe o bază durabilă și fără perturbări majore, de a aloca eficient resursele financiare în economie și de a identifica și gestiona eficient riscurile” [78]	II
Republica Moldova, „Memorandumul de înțelegere privind menținerea stabilității financiare”, Site-ul oficial al BNM	Stabilitatea financiară poate fi definită ca o situație în economie, caracterizată prin lipsa dezechilibrelor, ce ar putea cauza o corecție negativă a piețelor financiare, apariția unei crize financiare sistemice sau incapacitatea instituțiilor financiare de a menține efectuarea uniformă a operațiunilor financiare. Stabilitatea financiară se menține prin reglementări corespunzătoare ale riscurilor actuale și potențiale, prin managementul eficient al mecanismelor de gestionare și redistribuire a riscurilor și prin asigurarea încrederii populației în sistemul financiar. [79, Memorandum de înțelegere privind menținerea stabilității financiare]	I

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate.

**Descrierea mediului de afaceri și a specificului activităților economice
pe durata fazelor ciclului Juglar**

Denumirea fazei ciclului și segmentului conform figurii 1.3	Descrierea
<i>Fazele de expansiune</i> (perioadele A-B, D-E)	Conjunctura economică este favorabilă, afacerile sunt prospere, cererea este dinamică, optimismul domină starea de spirit a agenților economici. Pe fondul anticipărilor că sporirea cererii de consum se prelungește, are loc un proces investițional susținut pentru modernizarea capacităților de producție existente și crearea altora noi. Totodată, băncile acordă credite cu o oarecare ușurință, gradul de îndatorare a întreprinderilor cu scop lucrativ depășind, limitele prudenței, iar creditul de consum se extinde. Cererea agregată în creștere este stimulată artificial și prin creșterea lentă, dar de durată a prețurilor: mai întâi a celor cu ridicata, iar apoi și a celor cu amănuntul. Creșterea prețurilor mai este favorizată de amplificarea concurenței pentru accesul la factori de producție limitați și mai puțin mobili și de atragerea în activitatea economică a noi factori de producție cu nivel calitativ și de eficiență inferioare celor în activitate. În fața evidenței fenomenelor inflaționiste, prin politicile economice și acțiunile altor agenți economici se adoptă măsuri pentru frânarea cererii globale, ceea ce determină o frânare a investițiilor; ea se accentuează atunci când întreprinzătorii constată că în unele domenii a fost creat un aparat productiv a cărui capacitate depășește cererea solvabilă, ceea ce face ca rata efectivă a profitului la noile investiții să fie mai mică decât cea anticipată (marginală). O primă reacție o reprezintă o anumită încetinire a reînnoirii și modernizării capacităților de producție și implicit a investițiilor.
<i>Faza de cotitură superioară, cu manifestări de criză ciclică</i>	Se manifestă <i>tendința de reducere a ratei profitului</i>, ca urmare a numeroase cauze: sporirea costurilor datorită atragerii în circuitul economic al unor factori de producție mai scumpi sau având un nivel calitativ mai redus; mărirea stocurilor generate de o serie de împrejurări (neconcordanțe structurale între cererea și oferta de satisfacători, creșterea relativă a investițiilor față de evoluția economiilor, accentuarea cererii de monedă pentru motivul precautional etc.). În fața noilor fenomene, băncile tind să introducă mai multă rigoare în acordarea creditului, măresc rata dobânzii, fapt ce frânează sau reduce investițiile și amplifică sentimentul de incertitudine la numeroși agenți economici.
<i>Recesiunea</i> (de la punctul B la C; de la E la F)	Recesiunea reprezintă încetiniri neintenționate și deci abrupte ale ritmului creșterii economice. Elementele de neîncredere deja afirmate în faza de inversare a conjuncturii (punctul de cotitură superior B) se difuzează în sistemul economic; întreprinderile mai slabe își restrâng sau își încetinesc activitatea. Altele întâmpină dificultăți din cauza diminuării cererii și (sau) creșterii costurilor, ceea ce conduce la reducerea autofinanțării. Dinamica producției se încetinește ori poate

	deveni negativă în unele ramuri sau pe ansamblu, ca urmare a reducerii comenzilor. Atunci când are loc reducerea de durată sau stagnarea ritmului creșterii economice în principalele domenii de activitate, se apreciază că economia se află în faza de recesiune. Această realitate coexistă cu sporuri absolute ale rezultatelor activității în alte sectoare. Dacă volumul activității economice pe ansamblu se reduce în mod absolut (reducerea absolută a PIB real) și este de durată, se apreciază că economia parcurge o fază de depresiune. Economiiile țărilor dezvoltate au cunoscut în perioada postbelică, de regulă, recesiuni. Excepție a fost perioada 1974-1975, când s-a apreciat că majoritatea acestora au parcurs faza de depresiune economică. Statele mai puțin dezvoltate și cele din centrul și estul Europei au cunoscut reduceri substanțiale și de durată ale PIB real în perioada de tranziție. Biroul de Statistică al SUA definește recesiunea ca o perioadă de reduceri succesive ale PIB real, venitului, ocupării și comerțului, de regulă pentru o perioadă de la șase luni la un an, și care cuprind numeroase sectoare de activitate. Reducerea producției se corelează cu stagnarea sau reducerea cursului titlurilor și ampla depreciere a cursului valutar. Prin efectul acceleratorului, o atenuare sau reducere a cererii agregate și, în primul rând, de bunuri de capital se poate accentua cumulativ tendința de reducere a producției.
Criza	În fața acestor dificultăți, agenții economici sunt obligați să adopte măsuri drastice de reducere a costurilor și de promovare a vânzărilor, apelând masiv la reînnoirea capitalului fix, la îmbunătățirea calitativă a celorlalți factori. Realizarea unor asemenea țeluri se asigură prin impulsionarea procesului investițional (inclusiv sub incidența unor acțiuni ale statului), care generează un nou moment de cotitură în evoluția economiei (intervalele C-D, F-G), și apoi o nouă fază de expansiune a ciclului.

Sursa: *compilat de autor în baza surselor citate.*

Sinteza definițiilor ciclurilor și crizelor economice și financiare

Denumirea teoriei economice sau a autorului	Esența
„Teoria ciclului reinvestițional” elaborată de G. Haberler	susține că originea mișcării ciclice decurge din procesul reproducției capitalului fix, a cărui înlocuire este amplă în unele perioade și nesemnificativă în altele;
Teoriile monetariste (M. Friedman, A. Schwartz, M.N. Rothbard)	susțin că ciclul economic ar fi un fenomen pur monetar, determinat exclusiv de erori ale autorităților responsabile de politica monetară;
Alți autori, adepți ai teoriilor monetariste	încearcă să explice evoluțiile ciclice prin evoluția creditului: creșterea excesivă a acestuia stimulează expansiunea, dar rupe echilibrul economic, determinând faza de recesiune;
Teoriile subconsumului	susțineau că insuficiența cererii (determinată de inegalități și injustiții în repartizarea veniturilor) frânează oferta și creșterea producției, care atrag sporirea șomajului. Acesta devine apoi un factor suplimentar de reducere a cererii, accentuând dezechilibrul pieței, cu efecte cumulative pentru reducerea producției și declanșarea crizei economice. Acestea au avut o anumită semnificație pentru explicarea crizelor de supraproducție;
Teoriile supraacumulării de capital	explică evoluția ciclică prin fluctuațiile investițiilor. După acestea, creșterea investițiilor stimulează cererea globală, generând un proces cumulativ de expansiune economică. Recesiunea survine ca urmare a insuficienței resurselor investiționale mai întâi în sectorul creator de bunuri de capital. Aceasta se transmite întregului sistem economic mai ales când structurile productive create în faza de expansiune lansează pe piață cantități substanțiale de bunuri economice care nu pot fi absorbite de cerere;
Teoria marxistă	Consideră cauza fundamentală a crizelor economice de supraproducție se află în contradicția fundamentală a sistemului economic, care conduce la declanșarea crizelor ciclice prin incidența nemijlocită, directă a contradicțiilor derivate (forme de manifestare a contradicției fundamentale) ajunse la un anumit grad de maturizare. Sunt de reținut dintre acestea: tendința de creștere mai rapidă a producției decât a cererii solvabile, apariția unor neconcordanțe între structura ofertei și a cererii, care conduc la formarea unei „supraproducții relative” și reducerea tendențială a ratei profitului.
Concepția keynesistă	Susține că succesiunea fazelor de prosperitate și de recesiune poate fi analizată în legătură cauzală cu evoluția eficienței marginale a capitalului în interdependență cu rata dobânzii.
Modelul evoluției ciclice pe baza interdependenței multiplicatorului și acceleratorului, a lui P. Samuelson	Dezvoltând și concretizând concepția keynesiană, a constatat că acțiunea combinată a celor două mecanisme este cauza care poate determina expansiunea și recesiunea ciclică [75];
Adepții intervenției statului în economie	explică fluctuațiile ciclice prin necorelarea intervenției și ineficienței pârghiilor, instrumentelor și politicilor elaborate și folosite de către stat.

Sursa: compilat de autor în baza <http://biblioteca-digitala-online.blogspot.md/2013/01/crizele-economice-cauzele-evolutiei.html>

Tipologia crizelor economice în funcție de gradul de răspândire			
Gradul de răspândire	Crize de mică amploare numite conjuncturale	Crize structurale	Crize sistemice
Frecvența	<i>cele mai des întâlnite</i>	<i>medie</i>	<i>rare</i>
Gravitatea	mai puțin periculoase	impact prelungit și destabilizator asupra unei economii	costuri extern de mari
Cauzele	generate de șocuri externe (creșterea prețului petrolului pe piețele internaționale, conflicte la frontieră, calamități)	generate pe fondul unei lipse de ajustare / adaptare a structurii producției interne la conjunctura internațională	generate de condițiile unei structuri de producție
Modul de manifestare	generează o scădere a PIB și o creștere a șomajului	probleme ale BPE pe fondul pierderii competitivității externe, insuficienței adaptării a ofertei la noile cerințe de pe piețele internaționale	blocaje ale activității unor/mai multe sectoare ale economiei
Modul de contracarare	prin măsuri fiscale	prin măsuri ale politicilor monetare și fiscale	necesită o reformare a întregului sistem în care este angrenată o economie (de ex. a sistemului financiar internațional)
Capacitatea economiei de redresare autonomă	chiar și în absența unor măsuri explicite economia găsește rapid calea de redresare	economia are capacitatea de reglare automată, doar în perioadă lungă	economia nu are capacitatea de reglare autonomă

Sursa: compilat de autor în baza sursei [57].

Forme de contagiune a crizelor financiare			
Efectul de contagiune de tip „muson”	Efectul de contagiune de tip „spillover”	Efectul de contagiune de tip „rezidual”	Efectul de contagiune a volatilității
dat de existența unui dezechilibru la nivel global care afectează un număr mare de țări (chiar pot fi afectate toate țările) conectate la economia mondială	dat de existența unei crize într-o țară anume care se propagă apoi la un număr mare de țări. Kaminsky și Reinhart au numit acest efect contagiune bazată pe variabilele fundamentale („fundamentals based contagion”)	se referă la modificări ale situației economice din diferite țări care depășesc așteptările operatorilor din piață și care sunt vizibile în valoarea reziduală („zgomotul alb”) al modelelor care testează corelațiile între diferitele economii (între o țară și mai multe țări sau între o țară și economia mondială)	un tip al contagiunii manifestat cu precădere pe piețele de capital și are în vedere propagarea volatilității în creștere (riscul investițional asociat este în creștere) de pe piața de capital pe alte piețe de capital. Este printre cele mai studiate forme în literatura de specialitate
Exemple de crize propagate în acest fel			
crizele petroliere din 1973 și 1979, creșterea dobânzilor în Germania în 1992 în contextul crizei ERM, creșterea dobânzilor din SUA după criza din Mexic din 1994.	deprecierea pronunțată a yen-ului japonez din 1995 față de dolarul american care a generat apoi criza în Asia de Sud-Est (începută în Thailanda în 1997), cele mai afectate fiind țările din regiune care aveau cele mai dezvoltate relații comerciale cu Japonia și SUA; criza din Mexic din 1994 care apoi s-a propagat în mai multe țări din America Latină; criza din Turcia din 2000; criza „dot.com” din SUA și Europa din 2000; criza „subprime” de pe piața creditului din SUA din 2007.		

Sursa: compilat de autor în baza surselor citate.

Indicatorii sănătății financiare (ISF) ai FMI

Indicatori de bază	Descriere și modalitate de calcul
Instituții depozitare	
Adecvarea capitalului	Capital/Activele care prezintă un anumit risc
	Capital gradul I /Activele care prezintă un grad ridicat de risc
Calitatea activelor	Credite neperformante/Volumul (brut) al creditelor acordate
	Credite neperformante (Valoare netă neprovizionată) / Capital
	Distribuția sectorială a creditelor/Total credite
Venituri și profitabilitate	Rentabilitatea activelor (ROA)
	Rentabilitatea capitalului (ROE)
	Marja de dobânzi/Venitul brut
	Cheltuieli (altele decât cu dobânda)/Venit brut
Lichiditate	Active lichide/Total active
	Active lichide/Total datorii pe termen scurt
Sensibilitate la riscurile de piață	Poziția valutară deschisă (netă)/Capital
Indicatori recomandați	Descriere/modalitatea de calcul
Instituții depozitare	Capital/Active
	Expuneri mari/Capital
	Volumul creditelor acordate pe regiuni/Total credite
	Active financiare sub formă de derivative/ Capital
	Veniturile comerciale/Total venit
	Cheltuielile cu personalul/Total cheltuieli de funcționare
	Diferența dintre dobânda activă și pasivă (marja bancară; spread)
	Diferența dintre dobânda interbancară maximă și minimă
	Depozite atrase de la clienți/Total credite (mai puțin cele interbancare)
	Credite în valută/Total credite
	Datorii în valută/Total datorii
	Poziția deschisă (netă) a portofoliului de obligațiuni/Capital
Alte instituții financiare	Active/activele sistemului financiar
	Active/PIB
Sectorul întreprinderilor nefinanciare	Datorii/Capital propriu
	Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)
	Expunerea la riscul valutar
	Numărul aplicanților la protecție față de creditori
Gospodăriile populației	Datoriile populației/PIB
	Dobânzi și rate de rambursat ale populației/Veniturile populației
Lichiditatea pieței	Gradul mediu de dispersie a primei de emisiune a titlurilor pe piața financiară
	Numărul mediu de rotații al lichidităților de pe piața financiară
Piața imobiliară	Prețurile de pe piața imobiliară (la imobile locative și comerciale)
	Creditele imobiliare/Total credite
	Creditele imobiliare contractate de firme/Total credite

Sursa: Fondul Monetar Internațional. *Financial Soundness Indicators (FSIs) and the IMF*. Disponibil online la: <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>

Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare a sectorului real - ca condiție critică de mediu pentru activitatea celorlalte grupe de agenți economici individuali și agregați⁹

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatori ce caracterizează diversificarea economiei	
Ritmul creșterii economice și analiza corelației acestuia cu creșterea indicatorilor rezultativi ale celorlalte grupe de agenți economici. ^{10*}	+/- 10%
Diversificarea economiei (structura pe sectoare a economiei și limitarea dependenței economiei față de rezultatele unui sector prin eforturi susținute de dezvoltare a altor sectoare cu potențial)*	≤ 50 %
Diversificarea surselor creșterii economice (analiza creșterii economice pe sectoare)*	≤ 50 %
Indicatori ce caracterizează rentabilitatea	
Rentabilitatea economiei: raportul dintre rata medie de rentabilitate și rata inflației*	≥ 1
Rentabilitatea sectoarelor de bază ale economiei: raportul dintre rata medie de rentabilitate a sectorului și rata inflației*	≥ 1,5
Corelația ratei de rentabilitate cu ratele de dobândă	$r_{rent} > r_d \text{ credite} > r_d \text{ depozite} > r_{inflației}$
Indicatori ce caracterizează corelația dintre economii și investiții (eficiența îndeplinirii de către sistemul financiar a funcției de transformare a economiilor în investiții)	
Investiții în capitalul fix raportate la PIB	≥ 25 %
Investiții raportate la economii, în faza de echilibru economic	=1
Investiții raportate la economii, în faza de avânt economic	>1
Gradul de subutilizare a economiilor, determinat ca economii raportate la investiții (notă: 10% din economii sunt absorbite de piețele financiare)	≤ 10 %
Economiile în monedă națională raportate la economiile în monedă străină*	70 : 30
<i>Scurgerile ilegale de capital</i> (în baza BPE) determinate ca raportul între sporul încasărilor din export, avansurilor la import nerepatriate și sporul avansurilor la import majorat cu jumătatea posturii „Erori și omisiuni” și redus cu sporul datorilor creditoare expirate) și ½ din contul curent*	≤ 1

Sursa: compilat și completat de autor .

⁹ În vederea stabilirii valorilor-prag a stabilității financiare, autorul a abordat problema din perspectiva limitării riscurilor de instabilitate și a delimitării valorilor minimale acceptate pentru vulnerabilitățile indogene și exogene.

¹⁰ Notă: o valoare ridicată a ritmului creșterii economice indică asupra unei creșteri nesustenabile. Nivelul-prag se referă la țările în dezvoltare, pentru țările dezvoltate nivelul constituie aprox. 3%.

Sistemul de indicatori de măsurare a responsabilității fiscale (stabilității financiare) a sectorului public (AE-3)

Indicatori	Valori-prag recomandate
<i>Indicatori ce caracterizează stabilitatea bugetului de stat și finanțelor publice</i>	
Deficit bugetar raportat la P.I.B.	$\leq 3 \%$
Datoria publică raportată la P.I.B.	$\leq 60 \%$
Datoria publică internă raportată la P.I.B.	$\leq 30 \%$
Datoria publică externă raportată la P.I.B.	$\leq 30 \%$
Cheltuieli cu serviciul datoriei publice raportate la total cheltuieli bugetare	$\leq 20 \%$
Rezerve valutare raportate la datoria externă (de stat, a sectorului financiar și sectorului nefinanciar) pe termen scurt (până la 1 an)	$\geq 100 \%$
Gradul de utilizare a investițiilor publice pentru investiții capitale*	$\geq 30 \%$
Garanțiile de stat raportate la veniturile bugetare*	20 : 80
<i>Indicatori ce caracterizează stabilitatea instituțiilor publice și agenților economici cu capital public</i>	
Notă: Conform indicatorilor specifici agenților economici (nefinanciari) AE-2	

Sursa: compilat și completat de autor.

**Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității sistemului monetar
(componentă a AE-4)**

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatori ce caracterizează stabilitatea sistemului monetar	
Nivelul suficienței rezervelor valutare	
Nivelul de asigurare a bazei monetare prin rezerve valutare și de aur ale statului, calculate ca rezerve valutare raportate la baza monetară	≥ 2
Rata de creștere a rezervelor valutare raportată la rata de creștere a bazei monetare	≥ 1
Rezerve valutare raportate la valoarea importurilor lunare	≥ 4 luni
Indicatorii condițiilor macrofinanciare pentru buna funcționare a economiei	
Gradul de monetizare a economiei determinat ca masa monetară raportată la P.I.B.*	$\geq 25\%$
Indicatorul de măsurare a volumului și structurii cererii și ofertei de bani în economie, determinat ca diferența dintre sporul masei monetare și rata inflației*	$\leq 10\%$
Nivelul modificării ratei reale a dobânzii pasive și active*	$\leq \pm 50\%$
Indicatorii de preț	2-5 %
Rata anuală a inflației	$\approx 2\%^{11}$
Dinamica modificării prețurilor la diferite grupe de mărfuri și servicii	$\leq 30\%$

Sursa: compilat și completat de autor .

¹¹ Pentru statele în dezvoltare sau emergente este acceptabil intervalul 2-5%.

**Tabelul 1.6 Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității sistemului bancar
(componenta AE-4a)¹²**

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatorii stabilității sectorului bancar	
Gradul de suficiență a capitalului determinat prin raportul capitalului propriu la activele ponderate la risc	$\geq 12 \%$
Total active bancare raportate la PIB (ideal 80-100%)	$\geq 50\%$
Durata medie de atragere a depozitelor raportată la durata medie de acordare a creditelor	$= 1$
Depozite și credite pînă la 1 an raportate la depozite și credite peste 1 an	30 : 70
Poziția valutară deschisă în valoare absolută raportată la capitalul propriu	$\leq 20 \%$
Ponderea activelor bancare în PIB raportată la gradul de monetizare a economiei	≈ 1
Ponderea portofoliului creditar în activele băncilor	$\approx 50\%$
Gradul de diversificare a creditelor pe sectoare a economiei ș.a., inclusiv ținînd cont de corelarea între sectoare	$\leq 50 \%$
Rentabilitatea capitalului propriu al băncilor - ROE, determinat ca profitul net al băncilor raportat la capitalul propriu	$\geq 15\%$
Rentabilitatea activelor bancare – ROA, determinat ca profitul net al băncilor raportat la active	$\geq 1\text{-}2\%$
Cota creditelor neperformante în portofoliul credite al băncilor	$\leq 10 \%$
Gradul de concentrare a sistemului bancar, determinat prin raportarea numărului de bănci și totalul activelor acestora	20 : 80
Gradul de dependență de creditele interbancare, determinat ca raportarea creditelor interbancare la pasive totale	$\leq 20 \%$
Ritmul de creștere a cheltuielilor raportat la ritmul de creștere a veniturilor	≤ 1
Indicatori ce caracterizează nivelul îndatorării sectorului financiar	
Raportul datoriilor externe la active totale	$\leq 30 \%$
Datorii pe termen scurt raportate la datorii pe termen lung	70 : 30

Sursa: compilat și completat de autor .

**Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității piețelor financiare
(componenta AE-4b)**

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatorii caracteristici situației piețelor financiare	
Modificarea indicelui pieței bursiere	$\leq 5 \%$
Modificarea indicelui pieței imobiliare	$\leq 10 \%$
Raportul dintre volumul pieței instrumentelor financiare derivate și volumul pieței instrumentelor primare (activelor de bază)	80 : 20
Investițiile străine de portofoliu raportate la investițiile străine directe	$\leq 25 \%$
Ritmul creșterii capitalizării pieței financiare în raport cu ritmul creșterii PIB, în perioadă medie și lungă	$\leq 115 \%$
Profitabilitatea valorilor mobiliare de stat raportată la ritmul creșterii PIB	≤ 1
Corelația dintre ritmul creșterii cursului valutar și ritmul creșterii indicelui bursier, în perioadă medie	≤ 1

Sursa: compilat și completat de autor .

¹² Aici și în continuare unele corelații sunt redată conform principiului Pareto.

**Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare a agenților economici
nefinanciari (AE-2)**

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatori ce caracterizează nivelul îndatorării sectorului corporativ nefinanciar	
Datorii totale raportate la capitalul propriu	≤ 1
Arierate rapoartate la cifra de afaceri	$\leq 40\%$
Capitalul propriu raportat la cifra de afaceri	$\geq 20\%$
Capitalul propriu raportat la active	$\geq 50\%$
Datorii pe termen scurt raportate la datorii pe termen lung	70 : 30

Sursa: compilat și completat de autor.

Tabelul A5.7

Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare a menajelor (AE-1)

Indicatori	Valori-prag recomandate
Venituri curente raportate la cheltuieli minime de trai	≥ 1
Datorii totale raportate la averea proprie	≤ 1
Raportarea economiilor deținute la cheltuielile de trai lunare	≥ 3 luni
Rata de economisire, determinată ca o cotă de venituri lunare economisită	$\geq 20\%$

Sursa: elaborat de autor .

Tabelul A5.8

Sistemul de indicatori de măsurare a stabilității financiare a sectorului extern (AE-5)

Indicatori	Valori-prag recomandate
Indicatori ce caracterizează stabilitatea piețelor financiare externe	
Stabilitatea monetară a statelor cu care avem relații comerciale intense, măsurată prin rata inflației	$\approx 2\%$
Stabilitatea cursurilor valutare a monedelor statelor partenere, măsurată prin variația cursului valutar	+/- 2,5%
Lipsă crize bancare, determinată ca Banking crisis dummy (1=banking crisis, 0=none)	0
Factorii de ordin economic	
Ritmul creșterii economice a statelor partenere *	≥ 0
Proгноzele principalelor indicatori economici globali și ai statelor partenere	favorabile
Gradul de îndatorare, determinat ca raportul datoriei publice la PIB	$\leq 60\%$

Sursa: elaborat de autor .

Indicatorii de instabilitate financiară incluși în structura indicelui compozit de instabilitate financiară

Denumirea indicatorului individual	Interpretarea impactului asupra instabilității financiare	Sensul impactului asupra instabilității financiare
Indicele instabilității pieței financiare (IPF)		
Rata reală a inflației, %	O volatilitate înaltă indică asupra riscului de rată a dobânzii	+
Rata de creștere a masei monetare, %	O creștere rapidă indică asupra riscului de inflație	+
Indicele instabilității sectorului bancar (ISB)		
Suficiența capitalului bancar, %	Impact indirect asupra riscului de solvabilitate	-
Rentabilitatea capitalului (ROE), %	Relație indirectă cu riscul de solvabilitate	-
Rata creditelor neperformante, %	Creșterea indicelui generează riscul de lichiditate	+
Indicele de lichiditate, coeficient	Măsoară riscul de lichiditate	-
Marja netă din dobânzi (NIM), %	Relația directă cu profitabilitatea și capacitatea de acoperire a pierderilor	-
Indicele instabilității sectorului corporativ (ISC)		
Gradul de îndatorare, %	Nivelul înalt al indicatorului indică asupra riscului de solvabilitate a firmelor	+
Prima de risc la creditare (rata dobânzii la credite minus rata de politică monetară, %)	Nivelul înalt al indicatorului denotă existența unui risc sporit de insolvabilitate a firmelor din economia reală	+
Creditul intern al sectorului privat, % din PIB	Indicator de avertizare a creșterii gradului de îndatorare	+
Indicele instabilității sectorului guvernamental (ISG)		
Deficitul bugetar, % din PIB		+
Datoria publică, % din PIB		+
Indicele vulnerabilității externe (IVE)		
Indicele REER (rate reală efectivă a cursului de schimb) (2010 = 100), coeficient	Deprecierea sau aprecierea excesivă a cursului efectiv de schimb (REER) indică asupra unei volatilități sporite	+
Soldul contului current al BPE, % din PIB		
Indicele instabilității sectorului gospodăriilor casnice (ISGC)		
Cheltuielile de consum final la nivelul menajelor (rata de creștere anuală), %		+

Sursa: elaborat de autor.

**Statistica descriptivă a indicatorilor incluși în determinarea indicelui instabilității
financiare**

	medie	mediana	sigma	min	max	skewness
Rata reală a inflației , 1/X1	0.169	0.142	0.730	-1.902	2.028	-0.45266
Rata de creștere a masei monetare	21.142	17.494	14.885	2.842	48.421	0.637275
Suficiența capitalului bancar, 1/X3	0.057	0.057	0.012	0.035	0.072	-0.31257
ROE, 1/X4	0.043	0.069	0.309	-0.994	0.453	-2.5032
Indicele de lichiditate, 1/X5	0.028	0.023	0.012	0.013	0.047	0.362587
Rata creditelor neperformante	8.257	7.892	6.260	1.400	21.873	0.808418
Creditul intern al sectorului privat	26.190	31.192	11.646	8.585	38.899	-0.38321
Prima de risc la creditare	5.843	5.631	1.973	1.992	10.368	0.327799
Deficitul bugetar	-4.290	-3.840	2.167	-9.988	-0.664	-1.04683
Datoria publică	51.396	49.994	14.617	30.411	73.001	0.178337
Indicele REER	94.844	98.087	10.391	79.643	111.666	-0.34543
Soldul contului current al BPE	-6.162	-4.600	3.584	13.455	-0.456	-0.40411
Rata de creștere anuală a cheltuielilor de consum final la nivelul menajelor	65.593	65.821	2.862	61.275	69.175	-0.07427

Sursa: calculat de autor.

**Indicii instabilității financiare a sectoarelor interconectate stabilității financiare
sistemice în Republica Moldova**

Anul	IPF	ISB	ISC	ISG	IVE	ISGC
2000	0.8235	0.4194	-0.5654	1.1388	-0.4400	0.1662
2001	0.0198	-0.0392	-0.1970	1.1439	-0.4197	-0.7963
2002	-0.1708	-0.1897	0.3687	1.2160	-0.4008	-2.6588
2003	0.2334	0.0368	-1.0423	1.0034	-1.1371	-0.1242
2004	-0.1949	-0.6607	-0.4137	0.0492	-0.3773	-1.0539
2005	-0.2777	-0.5525	0.4900	0.3091	0.0060	0.4035
2006	-0.1572	-0.2884	0.1565	-0.0387	-0.5715	0.4947
2007	0.7693	-0.5745	0.0572	-0.1476	-1.0294	0.9979
2008	-0.8626	-0.7021	-0.3177	-0.4753	-0.6293	0.3104
2009	-0.5408	0.9838	0.3972	-1.6678	0.7976	-0.8913
2010	0.1007	-0.0275	0.4213	-0.5929	0.7036	0.3163
2011	-0.3632	-0.2473	-0.2853	-0.5413	0.2902	1.3102
2012	0.3160	0.2569	0.4533	-0.5562	1.0587	1.3042
2013	0.0013	0.2660	0.5246	-0.4396	1.3890	0.5024
2014	-0.1784	1.3191	-0.0473	-0.4007	0.7598	-0.2812

Sursa: calculat de autor.

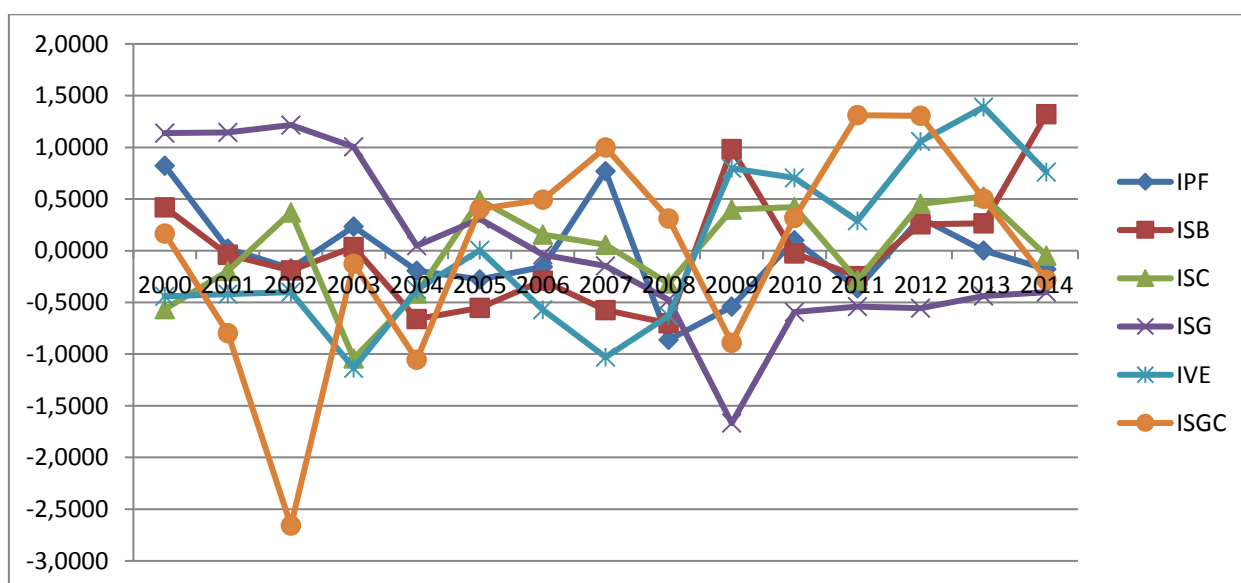


Fig. A7.1. Dinamica valori indicilor instabilității financiare sectoriale în Republica Moldova în perioada anilor 2000-2014.

Sursa: calculat de autor.

**Rezultatele modelelor adaptive în baza mediei exponențiale și
proгноza pe termen scurt a stabilității financiare sistemice în România**

Anul	Estimarea de facto	Metoda lisajului exponențial simplu	Metoda lisajului exponențial dublu	Lisajul exponențial prin metoda Holt-Winters
	IAIF_RO	IAIF_RO_SINGLE	IAIF_RO_DOUBLE	IAIF_RO_HOLT-WINTER
2013		0.4487	0.6279	0.5196
2014	0.5515	0.3783	0.6442	0.54053
2015	-	0.4774	0.7146	0.6034
2016	-	0.4774	0.8098	0.6641
Root mean squared error	-	0,2876	0,2332	0,2303
Sum of squared residuals	-	1,2409	0,8472	0,7957
Parametru de adaptare α		0,572	0,144	0,200

Sursa: calculat de autor.

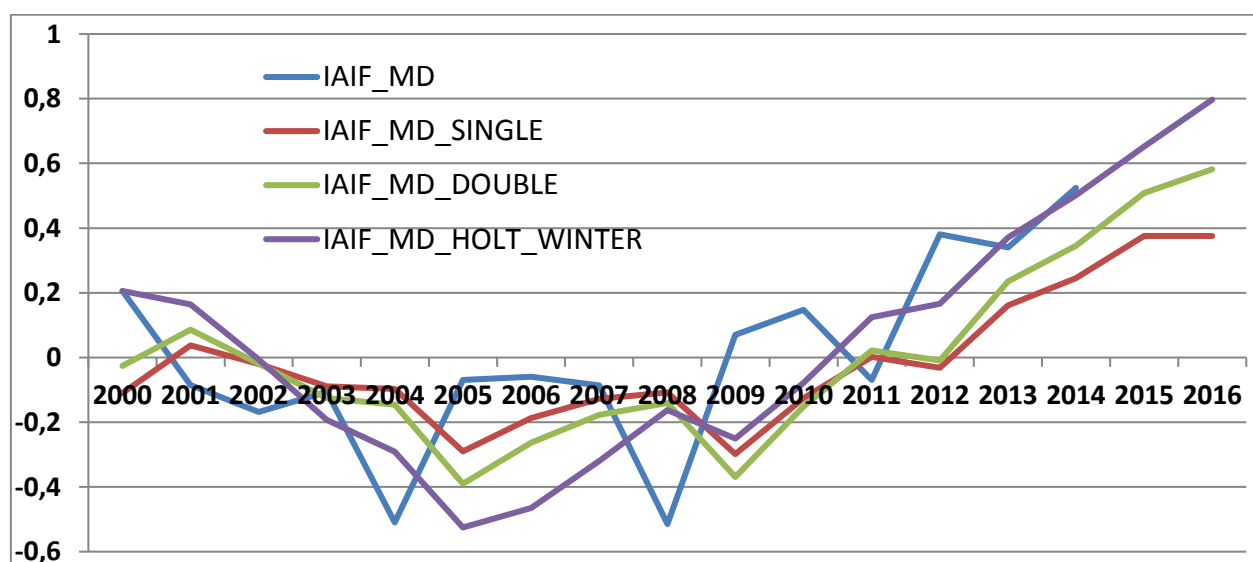


Fig. A7.2. Prognoza indicelui agregat al instabilității financiare în Republica Moldova în baza metodelor adaptive

Sursa: calculat de autor pe baza softului econometric EvIEWS 8.1

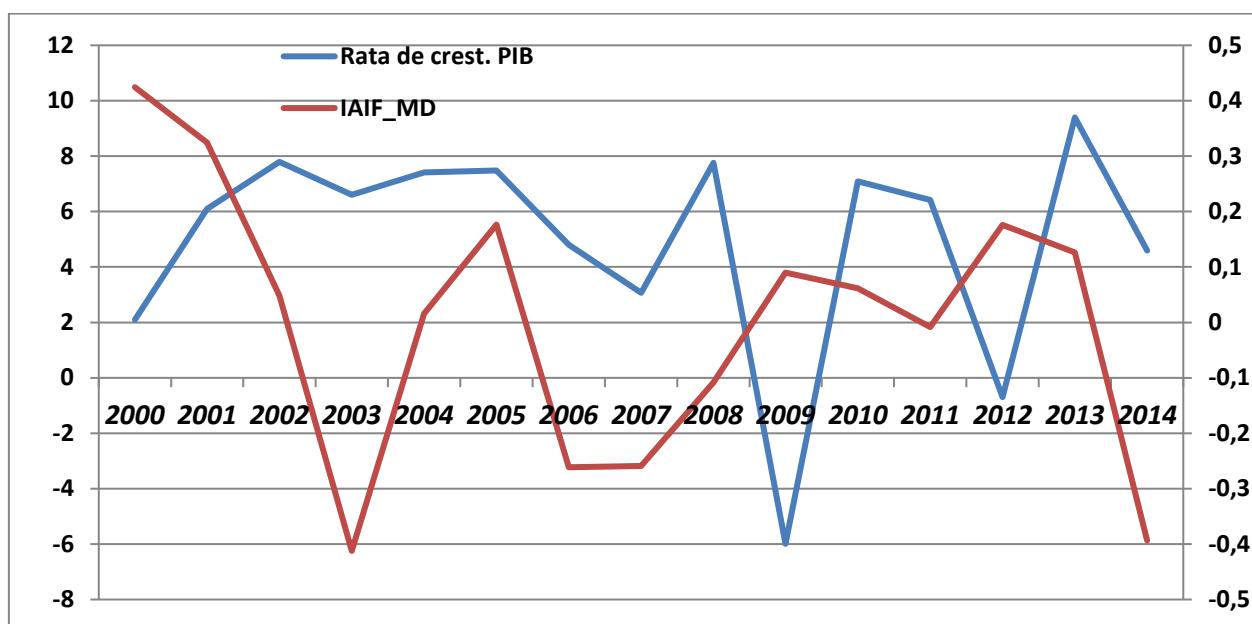


Fig. A8.1. Dinamica ratei de creștere a PIB-ului și a indicelui agregat al instabilității financiare în Republica Moldova

Sursa: calculat de autor.

Rezultatele estimării ecuației de regresie pentru România

Dependent Variable: IAIF_RO
Method: Least Squares
Date: 08/18/16 Time: 15:57
Sample (adjusted): 2000 2014
Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP_RO	-0.032512	0.018653	-1.743016	0.1119
CPI_RO	0.014215	0.001986	7.156782	0.0000
RIR_RO	-0.027498	0.020524	-1.339801	0.2100
DEFICIT_RO	0.064310	0.026340	2.441502	0.0348
C	-0.679389	0.306267	-2.218290	0.0508
R-squared	0.877100	Mean dependent var		6.67E-06
Adjusted R-squared	0.827941	S.D. dependent var		0.413927
S.E. of regression	0.171697	Akaike info criterion		-0.424968
Sum squared resid	0.294799	Schwarz criterion		-0.188951
Log likelihood	8.187258	Hannan-Quinn criter.		-0.427482
F-statistic	17.84181	Durbin-Watson stat		2.496231
Prob(F-statistic)	0.000151			

*** semnificativ la nivel 1%, ** la nivel 5%, * la nivel 20%

Sursa: calculat de autor cu utilizarea softului econometric Eviews 7.1.

Rezultatele estimării ecuației de regresie pentru Republica Moldova

Variabila dependentă: **IAIF_MD**
Metoda : MCMMP
Eșantion : 2000 2014

Variabila	Coeficient	Eroarea standartă	t-Statistic	Prob.
IPC***	-0.087639	0.018044	-4.856980	0.0009
IPC(-1)***	0.097160	0.018784	5.172601	0.0006
DEFICIT*	0.050437	0.036023	1.400126	0.1950
RIR**	-0.032635	0.011773	-2.771939	0.0217
C	0.075435	0.289334	0.260719	0.8002
R-squared	0.859897			
F-statistic	13.80957	Durbin-Watson stat		1.717630
Prob(F-statistic)	0.000702			

*** semnificativ la nivel 1%, ** la nivel 5%, * la nivel 20%

Sursa: calculat de autor cu utilizarea softului econometric Eviews 7.1.

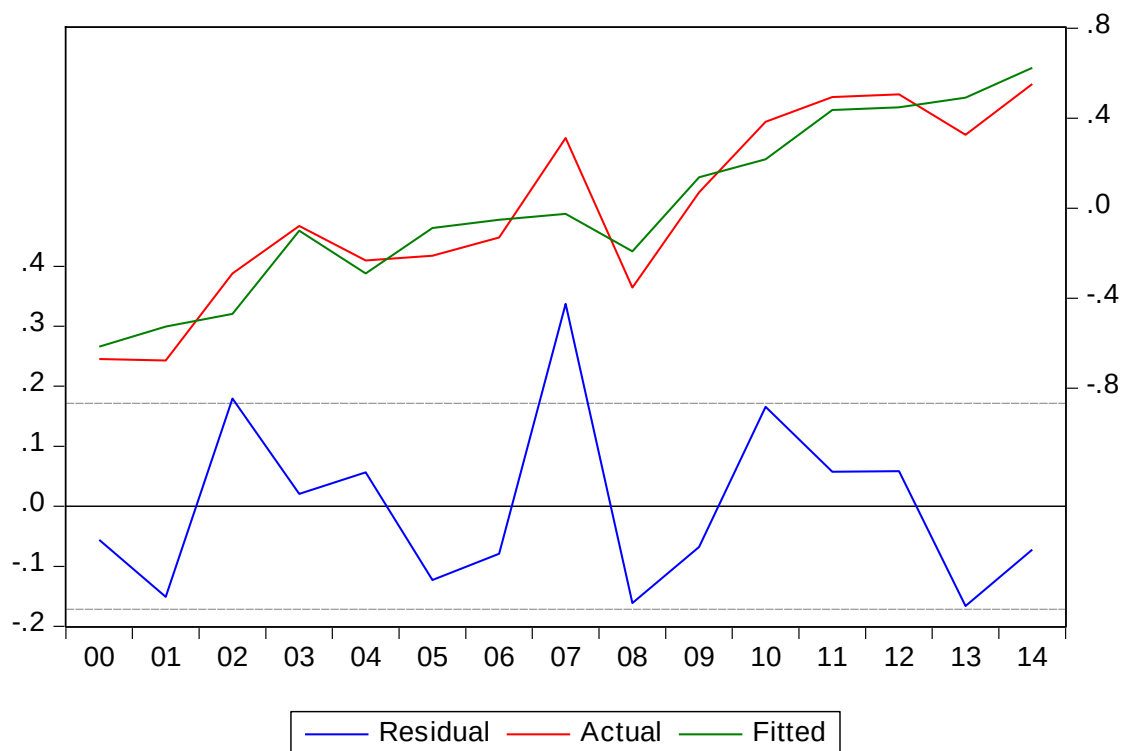


Fig. A8.2. Trendul IAIF din România actual vs. cel calculat
Sursa: calculat de autor cu utilizarea softului econometric Eviews 7.1.

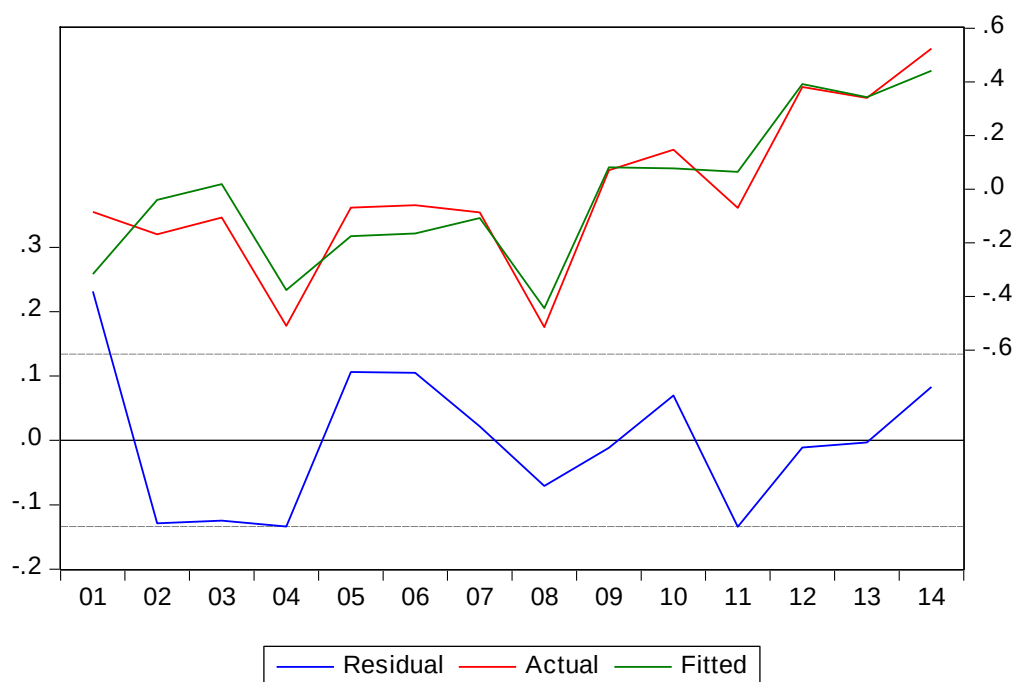


Fig. A8.3. Trendul IAIF din Republica Moldova actual vs. cel calculat
Sursa: calculat de autor cu utilizarea softului econometric Eviews 7.1.

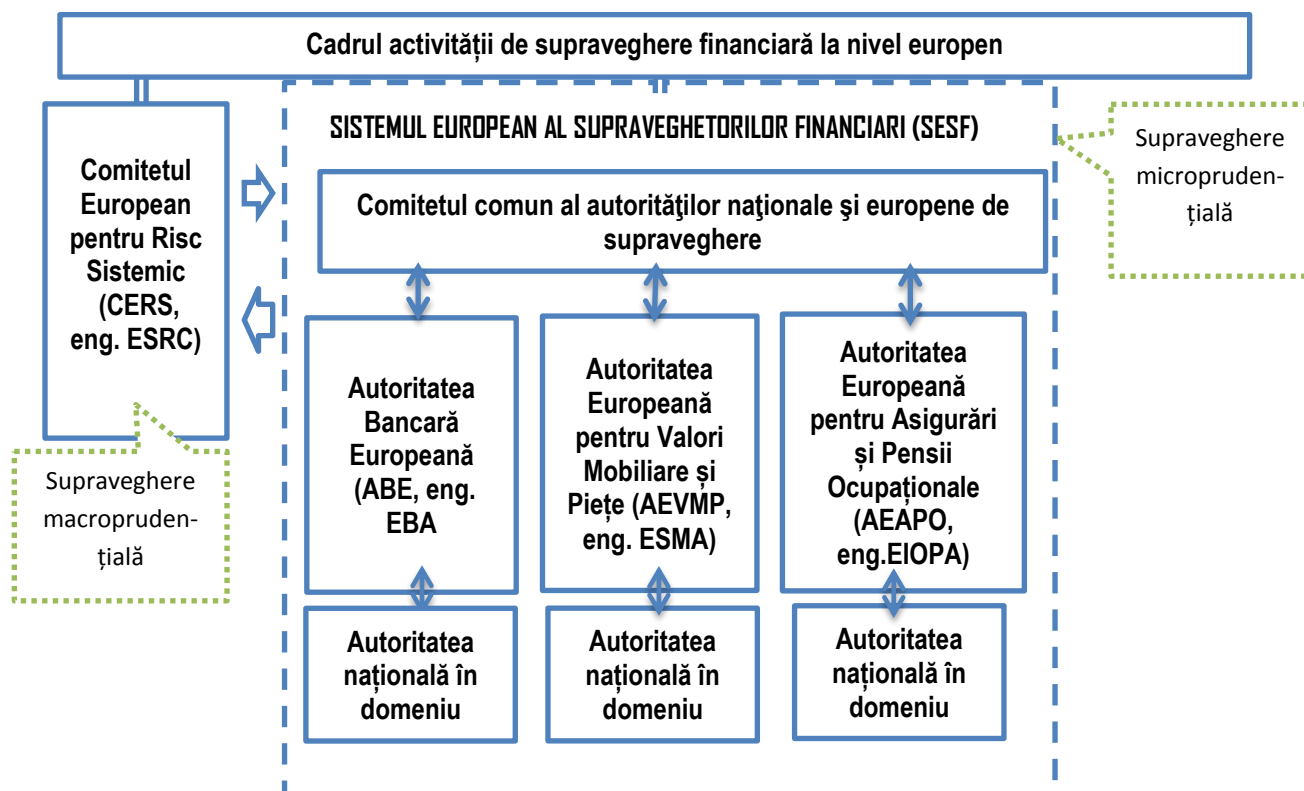


Fig. A9.1. Cadrul european de supraveghere al sistemului financiar al UE

Sursa: compilat de autor.

**Instituții/organisme create pentru asigurarea stabilității financiare
la nivel internațional și regional**

Denumirea instituției /organismului și anul creării	Aria de acoperire	Descrierea atribuțiilor
Consiliul pentru Stabilitate Financiară (CSF), 2009	G20: Include toate economiile majore din cadrul G-20, membrii Forumului pentru Stabilitate Financiară (al cărui succesor este) și Comisia Europeană	- Are ca scop întărirea sistemelor financiare și creșterea stabilității piețelor financiare internaționale; - Promovează stabilitatea financiară internațională prin coordonarea autorităților financiare naționale și internaționale și a organismelor internaționale de standardizare către dezvoltarea unor politici puternice de reglementare, supraveghere și financiare.
Comitetul European pentru Risc Sistemic (CERS), 2010	UE: Responsabil cu supravegherea macroprudențială a sistemului financiar din Uniunea Europeană, cu scopul de a contribui la prevenția sau diminuarea riscurilor sistemice	Contribuie la funcționarea eficientă a pieței interne, asigurând astfel o contribuție sustenabilă a sistemului financiar la creșterea economică.
Consiliul de Supraveghere a Stabilității Financiare (CSSF), 2010	SUA	- Identifică și monitorizează riscurile excesive la adresa sistemului financiar american ce rezultă din intrarea în stare de nerambursare sau în faliment a unor holding-uri bancare mari sau societăți financiare nebankare interconectate sau riscurile care ar putea apărea în afara sistemului financiar; - Elimină așteptările conform cărora orice companie financiară americană este „too big to fail”.

Sursa: compilat de autor.

**Modificările propuse la formularul de raportare statistică pentru agenții economici
nefinanciari, conform S.N.C. 5**

RAPORTUL FINANCIAR (complet)

În continuare la ANEXA LA BILANȚUL CONTABIL din pagina 6 a raportului complet se va adăuga punctul 13:

13. Indicatorii ce caracterizează stabilitatea financiară a întreprinderii:

Denumirea indicatorilor (modalitatea de calcul)	Cod rd.	Unitate a de măsură	Nivel recoman dat	De facto	
				Perioada de gestiune	Perioada preceden tă
Lichiditatea generală (Active circulante/Datorii curente) (r.450/r.970)	010	%	≥ 100		
Lichiditatea imediată (Active circulante-Stocuri)/Datorii curente) ((r.450-r.250)/r.970)	020	%	≥ 10		
Rata solvabilității generale (Active totale/Datorii totale) (r.470/(r.770+970))	030	%	> 100		
Rata rentabilității financiare (Profit net/Capital Propriu) (r.590/r.650)	040	%	0-100		
Rata autonomiei financiare (Capital propriu/Capital permanent) (r.650/r. 980)	050	%	0-100		
Rata capitalului propriu față de activele imobilizate (r. 650/r.180)	060	%	< 50		
Rata de îndatorare (Datorii totale/Capital propriu) ((r. 770+990)/r.650)	070	%	≤ 100		

Sursa: elaborat de autor.

**Modificările propuse la formularul de raportare statistică pentru agenții economici
nefinanciari, conform S.N.C. 5**

RAPORTUL FINANCIAR (succint)

Pe pagina 2, după RAPORTUL DE PROFIT ȘI PIERDERI se adaugă Anexa A cu următorul conținut:

Anexa A.

Indicatorii ce caracterizează stabilitatea financiară a întreprinderii la _____ 200_

Denumirea indicatorilor (modalitatea de calcul)	Cod rînd	Unitatea de măsură	Nivel recomandat	De facto	
				Perioada de gestiune	Perioada precedentă
Lichiditatea generală (Active circulante/Datorii curente) (r.110/r.330)	010	%	≥ 100		
Rata solvabilității generale (Active totale/Datorii totale) (r.120/(r.260+330))	020	%	> 100		
Rata rentabilității financiare (Profit Net/Capital Propriu) (r.190/r.230)	030	%	0-100		
Rata autonomiei financiare (Capital propriu/Capital permanent) (r.230/r. 340)	040	%	0-100		
Rata capitalului propriu față de activele imobilizate (r. 230/r.040)	050	%	< 50		
Rata de îndatorare (Datorii totale/Capital propriu) ((r. 260+330)/r.230)	060	%	≤ 100		

Sursa: elaborat de autor.

Acte de implementare a rezultatelor cercetării**A 12.1. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de Biroului Național de Statistică a Republicii Moldova**

CERTIFICAT
de implementare a rezultatelor investigațiilor științifice în cadrul tezei de doctor
în specialitatea 522.01-Finanțe cu tema: „Stabilitatea financiară a agenților economici
în condiții de criză economică” elaborată de Radu (Niculae) Mirela

Prin prezenta confirmăm că rezultatele cercetării științifice din cadrul tezei de doctorat „Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică” elaborată de Radu (Niculae) Mirela au fost examinate și propuse spre implementare în Proiectul Strategiei de Dezvoltare a Sistemului Statistic Național (SD SSN).

Ca urmare a acestei examinări apreciem pozitiv teza de doctorat, considerând rezultatele cercetării oportune și de o importanță științifică vădită.

Aportul semnificativ al tezei privind stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică s-a concretizat în:

- Construirea algoritmilor de estimare a stabilității financiare a agenților economici, pe baza unor sisteme de coeficienți, atribuirea acestora în grupe tipologice cu schițarea recomandărilor de inducere și consolidare a stabilității financiare;
- Elaborarea recomandărilor privind modificarea formularelor de raportare statistică pentru agenții economici: bănci comerciale, firme nefinanciare și cetățeni prin includerea unor indicatori de stabilitate financiară în vederea colectării de date statistice privind stabilitatea financiară pe sectoarele economiei naționale. În acest context se propune includerea următorilor indicatori în formularele de raportare statistică:

- 1) Pentru băncile comerciale:
 - rata rentabilității capitalului propriu;
 - rata rentabilității activelor bancare.
- 2) Pentru entități:
 - rata îndatoririi;
 - corelația ratei de rentabilitate cu rata dobânzii;
 - rata rentabilității capitalului propriu.
- 3) Pentru firme nefinanciare:
 - rata îndatoririi.
- 4) Pentru menaje (cetățeni):
 - raportul dintre venituri curente și cheltuieli minime de trai.

Considerăm că, transpunerea în practică a propunerilor expuse în teză vor contribui la consolidarea stabilității financiare la nivelul agenților economici, iar recomandările prezentate sunt adecvate și utile în contextul crizei economice.

30.11.2015

Iurie MOCANU,
Șeful Direcției infrastructură statistică



A 12.3. Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de Patronatul Întreprinderilor Private Mici și Mijlocii București



**PATRONATUL
ÎNTEPRINDERILOR
PRIVATE
MICI ȘI
MIJLOCII
BUCUREȘTI**

Înregistrat la Judec. Sect. I prin semnifica civilă în dosarul nr.
467/PJ/2004, înscris în registr. special nr. 143/20.01.2005

CIF: 17197633
Cont: RO11BRDE410SV48972954100
BRD-Piața Romană
București, România, Bd. Dimitrie Pompei 5D,
Sector 2
Mobil: 0758084400
Tel/fax: 0040-21-232.19.52
E-mail: immbucuresti@yahoo.it
office@immbucuresti.ro

Nr. 72/27.11.2015

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor investigațiilor științifice în cadrul tezei de doctor la
specialitatea 522.01 – Finanțe, cu tema: "Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții
de criză economică" elaborată de Radu Mirela (Niculae)

Ca urmare a examinării tezei de doctor la specialitatea 522.01 – Finanțe, cu tema "Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică", autor Radu Mirela (Niculae), considerăm că lucrarea nominalizată constituie rezultatul unei cercetări științifice complexe cu un caracter sporit de inovație și originalitate.

Relevanța cercetării este condiționată de necesitatea abordării științifice a stabilității financiare a agenților economici în condiții de criză economică, în vederea prevenirii apariției dezechilibrelor care ar putea afecta integritatea sistemului financiar și, mai departe, blocarea proceselor economice reale. Valoarea practică a tezei rezultă din concluziile pe care le conține, urmând ca implementarea acestora să contribuie la monitorizarea stabilității financiare și a conștientizării importanței acesteia la nivel de agent economic individual.

Contribuția esențială a tezei constă în:

- aprofundarea conceptului de stabilitate financiară la nivelul agenților economici în contextul fluctuațiilor ciclice;
- elaborarea recomandărilor privind modificarea formularelor de raportare statistică pentru agenții economici în vederea monitorizării și consolidării stabilității financiare;
- analiza relațiilor de interferență și corelație dintre nivelul concurenței, incluziunea financiară și stabilitatea financiară, precum și cercetarea posibilităților de influențare a factorilor contributivi la stabilitatea financiară prin politici publice;
- construirea algoritmilor de estimare a stabilității financiare la nivelul agenților economici, pe baza unui sistem de coeficienți, cu indicarea recomandărilor de inducere și consolidare a stabilității financiare.

Reieșind din cele expuse, apreciem pozitiv teza de doctor la specialitatea 522.01 – Finanțe, cu tema: "Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică" și considerăm rezultatele cercetării de o importanță științifică și practică semnificativă.

În contextul dat, susținem conferirea titlului de doctor în economie autorului Radu Mirela (Niculae) la specialitatea 522.01 – Finanțe.

Primvicepresedinte,
Ciupitu Marin



Declarația

Subsemnata, Niculae Mirela, declar, pe răspundere personală, că materialele prezentate în teza de doctorat sunt rezultatul propriilor cercetări și realizări științifice. Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

26.09.2016

semnătura.....

CURRICULUM VITAE

Numele și Prenumele: RADU Mirela (NICULAE)

Data și locul nașterii: 30 mai 1977, București

Cetățenia: Română
Starea civilă: Căsătorită



Studii:

Licență: **1995-2000** Academia de Studii Economice a Moldovei, Facultatea de Finanțe, Profilul Economie, Specializarea Finanțe și Asigurări, Diploma nr. 0027593
1995-2000 Academia de Studii Economice a Moldovei, Facultatea de Contabilitate, Profilul Economie, Specializarea Contabilitate și Audit, Diploma nr. 0028079
2009-2010 Academia de Studii Economice București, Cursul postuniversitar de specializare, Managementul proiectelor europene, Diploma nr. 0006347
2009-2010 Academia de Studii Economice București, Cursul de formare continuă Management universitar, Certificat de absolvire nr. 0003969

Doctorat: **2000-2009** Academia de Studii Economice a Moldovei. Specialitatea - 522.01. Finanțe. Tema tezei de doctor: *"Stabilitatea financiară a agenților economici în condiții de criză economică"*.

Activitate profesională:

2001-2002 Universitatea UNITEH București, Facultatea de Managementul Afacerilor, preparator universitar
2003-2005 Universitatea Româno-Americană, București, Facultatea de Relații Comerciale și Financiar Bancare Interne și Internaționale, asistent universitar
2005-2010 Universitatea Româno-Americană, București, Facultatea de Relații Comerciale și Financiar Bancare Interne și Internaționale, lector universitar
2012- prezent Universitatea Creștină Dimitrie Cantemir București, Facultatea de Finanțe, Bănci și Contabilitate, asistent universitar

Activitate de cercetare:

2009 Academia de Studii Economice București, contract de cercetare - *Posibilități de optimizare a costurilor operaționale în condițiile restrângerii pieței privind comerțul cu mobilier și decorațiuni interioare. Implementarea tabloului de gestiune la nivelul organizației*, membru
2012-2015 Banca Cooperatistă Unirea Brașov, contract de cercetare – *Analiza riscului și factori de creștere a profitabilității Băncii Cooperatiste Unirea Brașov*, membru
2012-2015 Banca Centrală Cooperatistă CREDITCOOP Agenția Brașov, contract de cercetare *Riscul și performanța în viitorul banking-ului românesc*, membru
2015-2016 Consiliul Științific al Centrului de cercetări în domeniul financiar- contabil, Facultatea de Finanțe, Bănci și Contabilitate, Universitatea Creștină Dimitrie Cantemir București, membru

Aptitudini lingvistice: limba engleză (mediu).

Aptitudini calculator: Microsoft Office: Word, Excel, Access, Prezi

Date de contact: tel.: 0745.664.891 e-mail: mirela_s_radu@yahoo.com