



Munich Personal RePEc Archive

Sources of Financial Instability in the context of the Financial Crisis. A Literature Review

Anamaria Avadanei

Alexandru Ioan Cuza University of Iasi, Doctoral School of
Economics

19. November 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/28449/>

MPRA Paper No. 28449, posted 31. January 2011 19:08 UTC

Surse ale instabilității financiare în contextul crizei internaționale.

A Literature Review

Anamaria Avadanei

Doctoral School of Economics

Faculty of Economics and Business Administration

“Alexandru Ioan Cuza” University of Iași

anamaria_avadanei86@yahoo.com

***Abstract:** Nowadays, the countries still face new challenges in sustaining their own financial systems, designing a credible regulatory framework, a better cooperation line and a solid cross-border crisis management. The aim of this paper is to underline the main sources of financial instability in the context of the international crisis. The study is structured on two sections: the first one presents the theories of the financial instability, developed by the economists; the second part summarizes the opinions of the bankers, researchers and practitioners regarding traditional and modern causes of the financial instability in the actual framework. To conclude, defining the threatening factors must consider the characteristics of the national economies, the level of exposure and the historical experience.*

Keywords: financial instability, financial crisis, risks

JEL Classification: E44, G01, G32

1. Introducere

Stabilitatea financiară reprezintă un obiectiv major pentru statele lumii; în condițiile unei crize financiare, expunerea este iminentă. În literatura de specialitate există numeroase teorii cu privire la cauzele instabilității financiare, conturate pe fondul curentelor economice istorice, având ca bază experiențele înregistrate în economiile reale. Această lucrare prezintă opinii cu privire la sursele instabilității financiare, fiind structurată pe două părți: prima parte definește conceptul de instabilitatea financiară în viziunea unor reprezentanți bancari, profesori-cercetători sau practicieni, elementele de bază ale teoriilor clasice dezvoltate de economiști și modul în care este afectat echilibrul financiar. A doua parte prezintă noile provocări la adresa stabilității financiare suportate de economiile naționale în contextul crizei

financiare prezente, factorii perturbatori de tip tradițional, precum și cauzele specifice mediului actual.

2. Teorii ale instabilității financiare

Andrew Crockett (1996) consideră instabilitatea financiară drept o situație în care performanța economică prezintă un potențial dezechilibru generat de fluctuațiile prețurilor activelor financiare sau de abilitatea intermediarilor financiarilor de a-și îndeplini obligațiile contractuale. Acesta susține faptul că (1) instabilitatea financiară trebuie să aibă un efect măsurabil asupra performanței economice; (2) potențialul *ex ante* al dizlocării economice este cel care prezintă importanță și nu problemele *ex post*; (3) se poate manifesta ca fragilitate a intermediarilor financiarilor sau în volatilitatea excesivă a prețurilor activelor financiare.

Frederic S. Mishkin (1999) definește instabilitatea financiară în lucrarea sa „Global Financial Instability: Framework, Events, Issues” ca fiind acea situație care apare atunci când șocurile produse în sistemul financiar interferează cu fluxul de informație astfel încât sistemul nu poate să direcționeze fondurile spre cele mai productive investiții. Roger Ferguson (2003) descrie instabilitatea financiară drept acea situație caracterizată prin trei elemente: (1) unele categorii importante de *prețuri ale activelor financiare* par a devia brusc de la principiile fundamentale și/sau (2) *funcționarea pieței și disponibilitatea creditului*, intern și internațional, au fost modificate semnificativ; având ca rezultat (3) *consumul agregat* care *deviază semnificativ* de la abilitatea economiei de a produce.

William Allen și Geoffrey Wood (2006) definesc instabilitatea financiară ca fiind episoade în care un număr semnificativ de persoane, fie că sunt gospodării, companii sau guverne, întâmpină crize financiare ce nu sunt asigurate de comportamentul lor anterior și în care aceste crize au serioase efecte macroeconomice adverse.

În viziunea Băncii Centrale Europene (2010) instabilitatea financiară apare atunci când un sistem financiar este incapabil de a înlătura șocurile, de a soluționa dezechilibrele financiare și de a reduce probabilitatea de întârziere a proceselor de intermediere financiară cu efecte severe asupra alocării fondurilor spre cele mai profitabile investiții.

Dacă instabilitatea financiară este suficient de severă poate conduce la prăbușirea piețelor financiare, situație clasificată drept o criză financiară. Crizele financiare diferă în detalii, fiind similare în esență. În literatura de specialitate există numeroase teorii cu privire la instabilitatea financiară, care au menirea de a clarifica și de a interpreta cauzele generatoare.

Nesiguranța, în opoziție cu riscul (Knight, 1921) poate fi privită ca un factor cheie al instabilității financiare cu influență semnificativă asupra crizelor financiare. Inovațiile financiare se lovesc de probleme similare atunci când produsele nu au fost experimentate îndeajuns. Nesiguranța e legată strâns de conceptul de încredere și ajută la explicarea răspunsurilor disproporționate din cadrul piețelor financiare în acord cu șocurile-modificarea deciziilor investitorilor în raport cu percepțiile asupra riscurilor. Fisher (1933), Kindelberger (1978) și Minsky (1977) aduc în discuție *datoriile și fragilitatea financiară*- o criză financiară urmează un ciclu al creditului cu un șoc inițial pozitiv care produce datorii în creștere, stabilirea incorectă a prețului riscului de către creditorii, cât și bule speculative generatoare de șocuri negative cu precădere în sistemul bancar. Friedman și Schwartz (1963) susțin faptul că impactul eșecului bancar în economie se traduce prin *reducerea masei monetare*. Crizele tind să fie consecințele erorilor politicilor promovate de autoritățile monetare, conducând la schimbări de regimuri care nu permit stabilirea în avans a prețului riscului.

În contextul incertitudinii, *miopia dezastrului și raționalizarea creditului* indică faptul că mecanismele competitive, induse și psihologice, conduc la subestimarea riscului instabilității financiare, cu acceptarea de riscuri concentrate în condițiile unor rate reduse de capital. Aceste elemente facilitează creșterea raționalizării creditului în momentul apariției șocurilor (Guttentag, Herring, 1984; Herring, Wachter, 1999). *Informația asimetrică și costurile de agenție* implică faptul că aspectele contractelor responsabile de eșecurile pieței, în raport cu hazardul moral și selecția adversă, explică natura instabilității financiare (Mishkin, 1997).

3. Factori tradiționali și moderni-surse ale instabilității financiare

Davis și Karim (2008) susțin faptul că inovația pe piața financiară, complexitatea și opacitatea instrumentelor financiare au condus la creșterea incertitudinii și la apariția unui comportament haotic în perioada de criză. Natura și structura produselor implică dificultăți în ceea ce privește stabilirea prețurilor, amplificând riscurile asumate de investitori (cu precădere în direcția accentuării instabilității financiare). Portes, Rogoff, Obstfeld (2009) apreciază că ratele scăzute ale dobânzilor au determinat „goana după randamente” antrenând o extindere nerealistă, o distorsionare a pieței activelor, un consum ridicat pe piața imobiliară.

Brunnermeier (2009) definește patru mecanisme care au contribuit la creșterea vulnerabilităților în sistem: (1) *efectele rezultatelor financiare ale debitorilor* creează două spirale de lichiditate-atunci când prețurile activelor se reduc, capitalurile instituțiilor

financiare se erodează, astfel, standardele de creditare devin restrictive iar nevoia de finanțare se reduce temporar; (2) *canalul creditului* se poate îngusta atunci când băncile devin preocupate de accesul pe piața de capital și încep să-și creeze o rezervă de lichiditate-intervine monitorizarea hazardului moral, întrevvedereea unor dificultăți legate de obținerea de finanțare externă și posibilitatea producerii unor șocuri; (3) *retragerile masive* cu care se confruntă unele instituții financiare cauzează eroziunea capitalului; (4) *efectele de rețea-blocaje*- pot să apară atunci când instituțiile financiare sunt creditori și debitori în același timp, astfel, o manieră de a se proteja implică deținerea de fonduri adiționale.

Claessens (2010) analizează situația economică globală anterioară apariției tensiunilor financiare. În viziunea sa, factorii care au condus la creșterea instabilității și implicit la declanșarea actualei crize internaționale pot fi clasificați în două categorii: (1) *factori tradiționali* și (2) *factori mai puțin familiari*. O sursă a dezechilibrului a fost creșterea prețului activelor, în special în S.U.A, UK, Islanda, care, în asociere cu o majorare rapidă a creditării a condus la extinderea levierului financiar. Expansiunea creditării a determinat fluctuații ciclice în activitatea economică pe partea de consum, investiții, curs de schimb. Deasemenea, calitatea standardelor de creditare s-a deteriorat, împrumuturile au devenit mai ușor de obținut, implicațiile monedelor utilizate și a stabilității ratelor de schimb evidențiind o creștere a riscului de țară. Cadrul de reglementare a susținut vulnerabilitatea, autoritățile evaluând gradul de lichiditate și solvabilitate și nu rezistența întregului sistem financiar.

La nivel global, refacerea *sănătății sistemului bancar* reprezintă o provocare majoră. Literatura de specialitate analizează existența unor rate de capital scăzute în cadrul instituțiilor bancare, care angrenează slăbiciuni în fața șocurilor. În mod similar, transferul de produse financiare implicând riscuri asociate diseminează posibilitatea de a înregistra pierderi în sistem. Această idee este împărtășită și completată de Goodhart (2010), care indică o prociclicitate în cadrul sistemului bancar, cu efecte negative asupra calității portofoliului de credite și riscului de lichiditate generat de insuficiența activelor lichide și deficiența structurii bilanțiere.

În Raportul de Stabilitate Financiară publicat de FMI (2010), specialiștii apreciază că *stabilitatea financiară este fragilă*, tensiunile din sistemul bancar reflectându-se în creșteri ale costului creditului, constrângeri de finanțare și vulnerabilități pe partea de pasiv a bilanțurilor. Progresul slab în ceea ce privește creșterea maturității datoriilor constituie un risc pentru normalizarea condițiilor de creditare. Dificultățile accesului la finanțare suportate de instituțiile financiare afectează piața imobiliară și creează incertitudine la nivelul activității economice.

Urmare a legăturilor complexe stabilite la nivel internațional, aceste deficiențe sunt supuse efectului de contagiune. Conform Raportului de Stabilitate Financiară (BCE, 2010) creșterea vulnerabilității economiilor emergente este cauzată *de scăderea fluxurilor de capital privat, de evoluția creditării transfrontaliere, de accentuarea volatilității prețurilor activelor și de presiunile cursului de schimb*. În unele țări, instabilitatea financiară provine dintr-un mediu fiscal insuficient consolidat și neadaptat caracteristicilor naționale. Pe latură fiscală, există două aspecte care evidențiază aportul la prezenta criză financiară și anume: *deficitele bugetare care nu au fost reduse suficient* în perioada de dinainte de criză și *structura impozitării*, orientată către finanțarea datoriilor prin deductibilitatea plății dobânzilor. Acest proces conduce la creșterea efectului de levier și la amplificarea vulnerabilității sectorului privat în fața șocurilor (Schoenmaker, 2009).

Riscul fiscal rămâne ridicat cu precădere în economiile avansate. Deficiențele structurale se reflectă în bilanțurile naționale, cu posibilitatea răspândirii în sistemele financiare, având consecințe asupra creșterii economice pe termen mediu și lung. *Datoriile publice în creștere aduc în discuție riscul de insolvență cu potențial de cristalizare în probleme privind finanțarea națională*. Perspectivele neclare asupra creșterii economice, asociate cu riscul involuției, pot submina sustenabilitatea fiscală și stabilitatea financiară (FMI, 2010).

4. Concluzii

Cele mai recente cercetări au contribuit la creșterea gradului de înțelegere a forțelor care pot provoca instabilitate în cadrul sistemului financiar. Identificarea cauzelor perturbatoare au rolul de a facilita adoptarea celor mai bune decizii în alocarea resurselor, suficient de flexibile pentru a oferi prețurilor activelor și structurilor instituționale posibilitatea adaptării în timp. Teoriile tradiționale ale instabilității financiare se regăsesc în realitatea economică actuală, fiind completate de elemente de noutate, factori perturbatori care au apărut în urma evoluției financiare, a inovației, încă neexperimentată suficient și nedescoperită ca latură de manifestare. Fenomenul de globalizare a condus la propagarea riscurilor și la manifestarea de comportamente haotice dictate de rațiuni individuale, într-un cadru tensionat și nesigur.

Analiza literaturii de specialitate arată că, în prezent, stabilitatea financiară rămâne fragilă în multe țări dezvoltate și în curs de dezvoltare. Transferul riscurilor financiare în bilanțurile țărilor și nivelurile ridicate ale datoriilor publice amplifică deficiențele și

îngreunează procesul redresării. Sursele generatoare de instabilitate sunt variate, provin din sistemele bancare, volatilitatea prețului activelor, lichiditatea pe piața financiară, trendul macroeconomic și prezintă diferențe în funcție de particularitățile economiilor naționale, de gradul de expunere la produsele toxice, de nivelul de dezvoltare și de experiența istorică. O evaluare a factorilor destabilizatori ar trebui să fie realizată pe grupe de țări cu infrastructuri și evoluții similare, pentru a surprinde gradul de afectare și a previziona potențialul impact. Astfel, nevoia unei arhitecturi detaliate la nivel național și a coordonării la nivel global are o importanță deosebită pentru cadrul de stabilitate financiară.

Mulțumiri Universității “Alexandru Ioan Cuza” Iași pentru susținerea financiară acordată, în calitate de beneficiar al unui grant POS DRU/107/1.5/S/78342, numit “Pregătirea doctoranzilor pentru evoluție și inserare profesională prin facilitarea accesului la burse de studiu și prin oferirea de formări complementare recomandate de modelele de bună practică din spațiul European”, cofinanțat din Fondul Social European, în cadrul Programului Operațional Sectorial Dezvoltarea Resurselor Umane 2007-2013.

Bibliografie

1. Allen, W., Wood, G. (2006), „Defining and achieving financial stability”, *Journal of Financial Stability*, Volume 2, Issue 2, p. 152-172
2. Barrell, R., Davis, E. P. (2008), „The Evolution of the Financial Crisis of 2007—8”, *National Institute Economic Review*, Volume 206, No. 1, p.5-14
3. Brunnermeier, M., K. (2009), „Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008”, *Journal of Economic Perspective*, Volume 23, No. 1
4. Claessens, S. (2010), „The Financial Crisis: Policy Challenges for Emerging Markets and Developing Countries”, *The Journal of Applied Economic Research*, Volume 4, No. 2, p. 177-196
5. Crockett, A. (1996), „The Theory and Practice of Financial Stability”, *De Economist* 144, No.4
6. Ferguson, R. (2003), „Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?”, *BIS Paper No. 18*
7. Goodhart, C., Schoenmaker, D.(2009), “Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises”, *International Journal of Central Banking*

8. Karim, D., Philip, D.E. (2008), „Could Early Warning Systems Have Helped To Predict the Sub-Prime Crisis?“, *National Institute Economic Review*, Volume. 206, No. 1, p. 35-47
9. Mishkin, S. F. (1999), „Global Financial Instability: Framework, Events, Issues“, *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, No. 4.
10. Obstfeld, M., Rogoff, K. (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes,” *UC Berkeley*
11. Perotti, E., Suarez, J. (2009), „Liquidity Risk Charges as a Macro-Prudential Tool“, *CEPR Policy Insight*, No. 40
12. Portes, R. (2009), “Global Imbalances In: Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20” *Mathias Dewatripont, Xavier Freixas and Richard Portes (eds). CEPR*
13. Schoenmaker, D. (2010), “The ECB, Financial Supervision, and Financial Stability Management/The European Central Bank at Ten”, *Springer*
14. ***IMF (2010), „Economic Uncertainty, Sovereign Risk, and Financial Fragilities“, *www.imf.org*
15. ***IMF (2010), „Global Financial Stability Report, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System“, *www.imf.org*