

# STABILITATEA FINANCIARĂ ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ

Natalia Ștefîrță

Universitatea Tehnică a Moldovei

**Rezumat.** O serie de studii recente analizează impactul crizei financiare asupra solidității finanțelor publice în țările din zona euro. Chiar dacă rezultatele lor documentate prezintă mecanismele de transmitere a instabilității financiare spre sectorul finanțelor publice, o problemă mult mai realistă este legată de contribuția dezechilibrului fiscal-bugetar la propagarea instabilității financiare. În această linie că pe lângă politica monetară expansionistă, deficitul bugetar duce la deteriorarea stabilității financiare. Stabilitatea financiară a zonei euro este măsurată cu ajutorul unui indice agregat de stabilitate, construit prin utilizarea metodologiei FMI utilizate pentru indicele de stres financiar.

**Abstract.** A series of recent studies analyze the impact of financial crisis on the fiscal soundness in the Euro area countries. Even if their documented results present the transmission mechanisms of the financial instability toward the fiscal sector, a more realistic problem is related to the contribution of the fiscal and budgetary disequilibrium to the financial instability propagation. In this line beside the expansionary monetary policy, the budgetary deficit conducts to the financial stability deterioration. The financial stability of the Euro area is measured based on an aggregate financial stability index, constructed by employing the IMF methodology used for the financial stress index.

**Cuvinte-cheie:** stabilitate financiară; mixul de politici; soliditatea finanțelor publice; zona euro; indice agregat de stabilitate financiară.

Odată ce criza datoriilor suverane și-a făcut apariția în zona euro, mai mulți economiști au asociat deteriorarea situației finanțelor publice cu criza financiară globală. Iar această legătură nu poate fi neglijată (a se vedea situația țărilor precum Portugalia, Irlanda, Grecia și Spania). Mecanismele de transmitere a instabilității financiare spre sectorul finanțelor publice sunt complexe. Criza financiară poate influența sectorul financiar în moduri diferite. În primul rând, echilibrul fiscal se deteriorează din cauza scăderii veniturilor fiscale rezultate în urma manifestării recesiunii economice și ca urmare a creșterii cheltuielilor guvernamentale, în scopul stimulării activității economice. În al doilea rând, datoria publică crește, deoarece guvernele fac apel la împrumuturi publice cu scopul de a salva instituții financiare aflate în dificultate. În această linie, Schuknecht et al. (2011) vorbesc despre o reformare imprecisă a Pactului de stabilitate și creștere, asociată cu o ineficientă coordonare a politicilor fiscale a statelor membre. [6, pag.7-12]

Recenta criză economică a pus în discuție mecanismul de coordonare a politicilor economice în interiorul unei zone monetare.

Literatura de specialitate cu privire la mixul de politici economice (*policy-mix*), referitoare la coordonarea fiscală și monetară, nu caută răspunsuri în sfera stabilității financiare. Chiar dacă o mulțime de studii (Beetsma et al., 2001, Laskar, 2003, Oros, 2008) arată că o coordonare bugetară este necesară pentru reducerea impactului asimetric al șocurilor la nivelul UEM, niciuna dintre aceste lucrări nu analizează relația strânsă care există între stabilizarea macroeconomică și stabilitatea financiară sistemică. [2, pag.7-12], [4, pag. 267-291], [5, pag.1-12]

Stabilitatea financiară a zonei euro este măsurată pe baza unui indice agregat de stabilitate, construit prin utilizarea metodologiei FMI, metodologie utilizată pentru construcția indicelui de stres financiar (*financial stress index*). Rezultatele noastre arată că stabilitatea financiară este corelată cu celelalte obiective ale Băncii Centrale Europene (BCE) și a guvernelor naționale în cadrul Uniunii Economice și Monetare (UEM). Prin urmare, pentru evitarea apariției unei noi crize este necesară o mai bună coordonare între BCE și guvernele naționale.

Această coordonare poate fi realizată prin luarea în considerare a stabilității financiare ca obiectiv comun al acestor instituții. Cooperarea dintre autorități este susținută de diferitele comitete de stabilitate financiară care au fost create în ultimul timp, însă stabilirea unui obiectiv comun sprijină coordonarea acțiunilor.

Facilitatea europeană pentru stabilitate financiară (*European Financial Stability Facility – EFSF*) a fost creată de către statele membre din zona euro în urma deciziilor luate la 9 mai 2010, în cadrul Consiliului Ecofin. Mandatul EFSF este de a proteja stabilitatea financiară în Europa, prin acordarea de asistență financiară pentru statele membre din zona euro. În cadrul EFSF pot fi utilizate, în anumite condiții, o serie de instrumente precum: împrumuturi către țările aflate în dificultate financiară, intervenții pe piețele primare și

secundare de contractare a împrumuturilor și recapitalizarea instituțiilor financiare, prin împrumuturi oferite de guverne.

În același timp a fost creat Sistemul european al supraveghetorilor financiari (*European System of Financial Supervisors – ESFS*). Înființarea sa este asociată cu o rețea complicată de instituții de reglementare și supraveghere. Obiectivele sale sunt facilitarea cooperării între supraveghetorii naționali și cei de la nivelul UE. În același spirit, la 1 ianuarie 2011 au luat ființă cele trei agenții de supraveghere europene: Autoritatea bancară europeană (*European Banking Authority – EBA*), Autoritatea europeană a piețelor și titlurilor de valoare (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) și Autoritatea europeană a asigurărilor și pensiilor ocupaționale (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*). [3, pag.24]

Dezechilibrul care apare în activitatea reală are un efect de contagiune asupra sistemului financiar, iar autoritățile publice (băncile centrale și guvernele) sunt obligate să intervină. În zona euro, în timpul recente crize economice, cu scopul de a stabili activitatea financiară, BCE și guvernele naționale au luat măsuri repetate. La început, intervențiile au fost reprezentate de injecții de lichiditate în piață – acțiuni în calitate de împrumutător de ultimă instanță. Ulterior a avut loc o reformă amplă a cadrului instituțional de reglementare și supraveghere.

Obiectivul stabilității financiare este compatibil cu obiectivele clasice ale BCE (stabilitatea prețurilor) și ale guvernelor naționale (creșterea economică și echilibrul bugetar) și prin urmare acest cadru de coordonare poate fi stabilit.

**Tabelul 1. Comitete de stabilitate financiară**

<b>Țara</b>	<b>Data înființării</b>	<b>Denumirea</b>	<b>Componența</b>
<b>Spania</b>	2006	Comitetul de stabilitate financiară	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul economiei și finanțelor
<b>Cehia</b>	2006	Comitetul piețelor financiare	- Banca centrală - Ministerul de finanțe - Comitetul de buget al Camerei Deputaților
<b>România</b>	2007	Comitetul național pentru stabilitate financiară	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul de finanțe
<b>Portugalia</b>	2007	Comitetul național pentru stabilitate financiară	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul finanțelor și administrării publice
<b>Austria</b>	2008	Comitetul piețelor financiare	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul economiei și finanțelor
<b>Polonia</b>	2008	Comitetul de stabilitate financiară	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul de finanțe
<b>Italia</b>	2008	Comitetul de garantare a stabilității financiare	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Trezoreria publică
<b>Grecia</b>	2008	Comitetul de stabilitate financiară	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul economiei și finanțelor
<b>Finlanda</b>	2008	Acord de înțelegere (MoU)	- UE și băncile centrale din țările nordice - Autorități de supraveghere - Ministere de finanțe
<b>Danemarca</b>	2008	Actul danez cu privire la stabilitatea financiară	- Guvern - Parlament - Asociația băncilor
<b>Global - Europa</b>	2009	Consiliul stabilității financiare	- Bănci centrale - Agențiile de supraveghere financiară și guverne naționale - Instituții internaționale

<b>Ungaria</b>	2010	Consiliul de stabilitate financiară	- Ministerul de finanțe - Banca centrală - Autoritatea de supraveghere financiară din Ungaria
<b>Belgia</b>	2010	Comitetul pentru riscuri sistemice și instituții financiare de importanță sistemică	- Banca centrală - Comisiile bancare, de finanțe și de asigurări - Ministerul de finanțe
<b>Franța</b>	2011	Consiliul pentru reglementare financiară și risc sistemic	- Banca centrală - Trezoreria publică - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul economiei
<b>Anglia</b>	2011	Comitetul de politici financiare	- Banca centrală - Autoritatea serviciilor financiare
<b>Suedia</b>	2011	Acorduri de cooperare în domeniul stabilității financiare	- Banca centrală - Agențiile de supraveghere financiară - Ministerul de finanțe - Oficiul național al datoriei publice
<b>Republica Moldova</b>	2010	Comitetului Național de Stabilitate Financiară	- Guvernul Republicii Moldova - Banca centrală - Ministerul de finanțe - Comisiei Naționale a Pieței Financiare - Fondului de garantare a depozitelor în sistemul bancar

**Sursa:** - Site-urile băncilor centrale, ministerelor de finanțe, autorităților de supraveghere, Consiliul de Stabilitate Financiară și Fondului Monetar Internațional ;  
- Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.87-90/518 din 04.06.2010.

Compatibilitatea obiectivelor autorităților, legătura dintre stabilitatea financiară (măsurată pe baza unui indice agregat) și celelalte obiective ale autorităților (guvernelor naționale și băncilor centrale), și anume: rata de creștere economică, rata inflației, rata dobânzii și reducerea deficitului bugetar. Descrierea variabilelor explicative este realizată în tabelul 2 de mai jos.

**Tabelul 2. Descrierea variabilelor explicative și semnul așteptat**

Indicatori	Descriere	Baza de date	Semn de așteptare	Explicații
<b>PIB</b>	Rata de creștere (trimestrial, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent)	Eurostat	+	Rata de creștere economică are un impact pozitiv asupra stabilității financiare. Un număr important de crize financiare apar ca urmare a deteriorării situației economiei reale.
<b>Inflație</b>	Rata inflației (trimestrial, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent)	Eurostat și OCDE (începând cu 2003)	+	De regulă o creștere generală a prețurilor de consum este asociată cu o cerere mai mare pe piață. Această cerere mai mare este susținută de o creștere economică și de o perioadă de stabilitate financiară. În acest caz, vom asista la un compromis pe termen scurt între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, în ceea ce privește obiectivele băncilor centrale.

<b>Euribor</b>	Euribor la trei luni (un <i>proxy</i> pentru rata de referință – ce prezintă o dinamică redusă) – media perioadei (trimestrial)	BCE	-	O scădere a ratei dobânzii favorizează stabilitatea financiară după declanșarea dezechilibrelor, susținând activitatea de creditare. Declanșarea episoadelor de criză este însoțită de un nivel ridicat al ratei dobânzii, asociat cu riscul de pe piață. Autoritățile fac eforturi pentru a rezolva problemele de lichiditate și pentru a stimula creșterea economică procedând la reducerea ratei dobânzii, chiar dacă o presiune inflaționistă apare pe termen scurt. Acest comportament favorizează stabilitatea financiară.
<b>Deficit</b>	Deficitul bugetar, (calculat ca diferență între cheltuielile publice și veniturile bugetare)	BCE	-	Un deficit public important are o influență negativă asupra percepției investitorilor și implicit asupra stabilității financiare. Chiar dacă este greu de demonstrat influența deficitului asupra stabilității într-un mod automat, se poate observa în momentul declanșării crizei că deficitul bugetar este important.

**Sursa:** [1, pag.4]

Criza financiară a confirmat faptul că mecanismele de cooperare în materie de stabilitate financiară existente la nivelul UEM nu au fost eficiente. Intervențiile autorităților, în scopul de a salva sistemele financiare, au avut un impact negativ în ceea ce privește soliditatea fiscală și de credibilitate. Cadrul instituțional a fost recent îmbunătățit, dar este necesară nu doar o cooperare, ci o coordonare a acțiunilor BCE și guvernelor naționale, în scopul asigurării stabilității sistemului financiar. Literatura de specialitate referitoare la mix-ul de politici economice, axată pe problemele de coordonare în cadrul UEM, nu a luat explicit în calcul obiectivul de stabilitate financiară ca o soluție pentru a întări această coordonare. În acest context și pe baza efortului depus pe partea instituțională, susținem ideea conform căreia crizele financiare din interiorul zonei euro pot fi evitate în cazul în care stabilitatea financiară ar deveni *de facto* și *de jure* un obiectiv comun al BCE și guvernelor naționale.

În sprijinul acestei afirmații, am utilizat o metodologie complexă și documentată pentru construirea unui indice de stabilitate financiară la nivelul zonei euro. Ulterior, am demonstrat existența unei puternice compatibilități între obiectivul de stabilitate și celelalte obiective declarate ale autorităților, și anume creșterea economică, stabilitatea prețurilor, variație redusă a ratei dobânzii, precum și soliditatea finanțelor publice (un compromis pe termen scurt apare în ceea ce privește stabilitatea prețurilor). Rezultatele testului econometric indică necesitatea luării în considerare a stabilității financiare drept obiectiv comun al autorităților la nivelul UEM.

#### **Bibliografie:**

1. Baxa, J., Horváth, R., Vašíček, B. (2011). “Time-Varying Monetary-Policy Rules and Financial Stress: Does Financial Instability Matter for Monetary Policy?”, Czech National Bank Working Paper, No. 3
2. Beetsma R., Debrun X., Klaassen F. (2001). “Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable?”, CEPR Discussion Paper, No. 3035
3. Illing, M., Liu, Y. (2003). “An index of Financial Stress for Canada”, National Bank of Canada Working Papers, No. 14
4. Laskar, D. (2003). “Policy-mix: le besoin de coordination des politiques budgétaires entre pays est-il accru en union monétaire?”, Louvain Economic Review, 69(3), pp. 267-291
5. Oros, C. (2008). “Macroeconomic Stabilization in a Heterogeneous Monetary Union: Some Insights into the Effects of Fiscal Policy Coordination”, Economics Bulletin, 5(34), pp. 1-12
6. Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P., Stark, J. (2011). “The Stability and Growth Pact crisis and reform”, ECB Occasional Papers Series, No. 129