

**UNIVERSITATEA „BABEŞ-BOLYAI”,  
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEAFACERILOR  
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEAFACERILOR  
DEPARTAMENTUL DE ECONOMIE POLITICĂ**

**ROLUL BĂNCII CENTRALE EUROPENE ȘI  
A BĂNCII FEDERALE DE REZERVE ÎN  
GESTIONAREA CRIZELOR ECONOMICE**

*Conducător științific:*

**Prof. Univ. Dr. Mihaela Luțas**

*Doctorand:*

**Liana Antonela Bonta (cas. Mitea)**

**CLUJ-NAPOCA 2018**

## CUPRINS

LISTA ABREVIERILOR .....	4
LISTA FIGURILOR ȘI A GRAFICELOR .....	6
LISTA TABELELOR .....	8
INTRODUCERE .....	9
RELEVANȚA, MOTIVAȚIA ȘI SCOPUL CERCETĂRII ÎNTreprinse .....	9
CAP.1. CRIZELE ECONOMICE. ABORDĂRI TEORETICE ȘI EVOLUȚIE.....	19
1.1. DEFINIREA CONCEPTULUI DE CICLU ECONOMIC .....	19
1.2. CONCEPTUL DE CRIZĂ.....	31
1.3. CONCEPȚII DOCTRINARE PRIVIND CRIZELE ECONOMICE .....	37
1.4. CAUZELE APARIȚIEI CRIZELOR .....	42
1.4.1. MODIFICAREA CANTITĂȚII DE BANI AFLATĂ ÎN CIRCULAȚIE	42
1.4.2. COMPORTAMENTUL ECONOMIC SPECULATIV .....	49
1.5. CRIZA BULBILOR DE LALEA .....	51
1.6. SOUTH SEA BUBBLE ȘI MISSISSIPPI BUBBLE .....	56
CAP.2. MAREA CRIZĂ ECONOMICĂ VERSUS CRIZA DIN PERIOADA 2007-2009.....	61
2.1. ANALIZA COMPARATIVĂ A MARII CRIZE ECONOMICE ȘI A CRIZEI ECONOMICE DIN PERIOADA 2007-2009 .....	61
2.1.1. MAREA CRIZĂ ECONOMICĂ .....	63
2.1.2. CRIZA DIN 2007-2009 .....	67
2.2. MANIFESTĂRI ALE CRIZEI DIN 2007-2009.....	72
2.3. CONSECINȚELE CRIZEI ECONOMICE DIN PERIOADA 2007-2009 .....	82
CAP.3. CADRUL LEGISLATIV ȘI INSTITUȚIONAL AL FUNCȚIONĂRII BĂNCII CENTRALE EUROPENE .....	90
3.1. FORMAREA UNIUNII ECONOMICE ȘI MONETARE .....	90
3.2. INSTITUȚIILE UNIUNII EUROPENE ȘI ROLUL ACESTORA.....	96
3.3. MEDIUL ECONOMIC ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ ÎN PERIOADA 1999-2007 .....	101
CAP.4. BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ ȘI BANCA REZERVELOR FEDERALE .....	109
4.1. ROLUL BĂNCILOR CENTRALE ÎN ECONOMIE.....	109
4.2. ORGANIZAREA ȘI CAPITALUL BĂNCII CENTRALE EUROPENE .....	112
4.2.1. ORGANIZAREA BĂNCII CENTRALE EUROPENE .....	114
4.2.2. CAPITALUL BĂNCII CENTRALE EUROPENE .....	116
4.3. OBIECTIVELE ȘI POLITICA MONETARĂ A BCE .....	121
4.3.1. OBIECTIVUL PRINCIPAL AL BCE.....	121

4.3.2. POLITICA MONETARĂ A BCE .....	123
4.4. BANCA FEDERALĂ DE REZERVE (FED) .....	136
4.4.1. SCURT ISTORIC ȘI STRUCTURA FED .....	136
4.4.2 ANALIZA INSTRUMENTELOR TRADITIONALE DE POLITICĂ MONETARĂ UTILIZATE DE FED .....	143
CAP.5. ANALIZA REACȚIILOR BCE ȘI FED LA CRIZĂ FINANCIARĂ ȘI ECONOMICĂ DIN PERIOADA 2007-2009 .....	149
5.1. REACȚIA BĂNCII CENTRALE EUROPENE LA CRIZA ECONOMICĂ .....	157
5.1.1. INSTRUMENTE ALE POLITICII MONETARE APLICATE DE BCE .....	159
5.1.2. QUANTITATIVE EASING- RELAXAREA CANTITATIVĂ .....	167
5.1.3. TRANSPARENȚA COMUNICĂRII BCE .....	170
5.2. REACȚIA FED LA CRIZA FINANCIARĂ .....	174
5.2.1. INSTRUMENTE DE POLITICĂ MONETARĂ TRADITIONALE .....	176
5.2.2. MĂSURI NECONVENTIONALE DE POLITICĂ MONETARĂ .....	178
5.2.3. TRANSPARENȚA FED .....	187
5.3. SISTEMUL BANCAR PARALEL - SHADOW BANKING SYSTEM .....	190
5.3.1. STRUCTURA SISTEMULUI BANCAR PARALEL .....	192
5.3.2. REGLEMENTAREA SISTEMULUI BANCAR PARALEL .....	200
5.3.3 SISTEMUL BANCAR PARALEL ÎN SUA VERSUS ZONA EURO....	203
5.4. EVOLUȚIA ECONOMIEI STATELOR UNITE ALE AMERICI VERSUS ECONOMIA ZONEI EURO ÎN PERIOADA 2008-2018 .....	208
CAP.6. CONCLUZII DESPRINSE ÎN URMA CERCETĂRII EFECTUATE .....	233
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE.....	242

## **LISTA ABREVIERILOR**

- ABCP** - Asset-Backed Commercial Paper (Titluri comerciale garantate cu active)
- ABSPP** - Asset-backed securities purchase programme (Programul de achiziții de titluri de valoare garantate cu active)
- AMLF** - Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (Fondul de lichiditate pentru fonduri mutuale de pe piața monetară cu efecte de comerț garantate cu active)
- BEA** - Bureau of economic analysis. US Department of Commerce (Biroul de Analiză Economică al Departamentului de Comerț al Statelor Unite)
- BCE** - European Central Bank (Banca Centrală Europeană)
- BIS** - Bank for International Settlements (Banca Reglementelor Internaționale)
- BLS** - Bureau of Labour Statistic. United States Department of Labor (Biroul de Statistică a Muncii SUA)
- CBLS** - Central Bank Liquidity Swap Lines (Linii de Swap valutar acordate băncilor centrale)
- CBPP** - Covered Bonds Purchase Program (Program de achiziții de obligațiuni garantate)
- CSPP** - Corporate sector purchase programme (Program de achiziții din sectorul corporate)
- CDO** - Collateralized debt obligation (Obligațiuni garantate cu creanțe)
- CDS** - Credit default swap
- CPFF** - Commercial Paper Funding Facility (Facilitatea de finanțare a efectelor de comerț)
- CRS** - Congressional Research Service (Serviciul de Cercetare al Congresului SUA)
- EBA** - European Banking Authority (Autoritatea Bancară Europeană)
- FED** - Federal Reserve System (Banca Federală de Rezerve)
- FDIC** - Federal Deposit Insurance Corporation (Corporația Federală de Asigurare a Depunerilor Bancare)
- FSB** - Financial Stability Board (Consiliul pentru Stabilitate financiară)
- IAPC** - Indicele armonizat al prețurilor de consum
- IME** - Institutul Monetar European
- LISCC** - Large Institution Supervision Coordination Committee (Comitetul de coordonare a supravegherii instituțiilor mari)

- LTRO** - Longer-term refinancing operations (Operațiuni de refinanțare pe termen lung)
- MBS** - Mortgage-Backed Security (Titluri de valoare garantate cu ipotecă)
- MMIFF** - Money Market Investor Funding Facility (Facilitate de finanțare a investitorilor de pe piața monetară)
- MRO** - Main refinancing operations (Operațiuni principale de refinanțare)
- OMT** - Outright Monetary Transactions (Operațiuni de piață monetară ireversibile)
- OTC** - Over the counter (tranzacții extrabursiere)
- PDCF** - Primary Dealer Credit Facility (Facilitatea de creditare pentru intermediarii principali)
- PSPP** - Public sector purchase programme (Programul de achiziții din sectorul public)
- QE** - Quantitative Easing (Relaxare cantitativă)
- REPO** - Repo repurchase agreement (Tranzacții de răscumpărare)
- SEBC** - Sistemul European al Bancilor Centrale
- SME** - Sistemul Monetar European
- SMP** - Securities Markets Programme (Programul destinat piețelor titlurilor de valoare)
- SPV** - Special Purpose Vehicle (Vehicule cu scop special)
- SWIFT** - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications (Societatea pentru Telecomunicații Financiare Interbancare Mondiale)
- TAF** - Term Auction Facility (Licitățiile la termen)
- TALF** - Term Asset-Backed Securities Loan Facility (Facilitatea de creditare garantată cu active pe termen scurt)
- TARGET2** - Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (Sistemul transeuropean automat de transfer rapid cu decontare pe bază brută în timp real)
- TLTRO** - Targeted longer-term refinancing operations (Operațiuni de refinanțare pe termen mai lung)
- TSLF** - Term Securities Lending Facility (Facilitatea de împrumutare la termen pe titluri de valoare)

## **LISTA FIGURILOR ȘI A GRAFICELOR**

- Fig.1 Cele două evoluții ale ciclului economic și fazele acestuia
- Fig.2 Fazele ciclului economic
- Fig.3 Evoluția ciclurilor de tip Kondratieff în perioada 1789 - 1995
- Fig.4 Evoluția ciclurilor Juglar în intervalul ciclului Kondratieff
- Fig.5 Evoluția Indicilor Dow Jones Industrial Average și Nikkei 225 în perioada 1980-martie 2018
- Fig.6 Criza bulbilor de lalea versus Criza economică din perioada 2007-2009
- Fig.7 Schimbările suferite de prețurile de pe piața imobiliară americană cu indicatorii S&P/Casw-Shiller U.S. National Home Price Index, 2000-2018
- Fig.8 Evoluția ratei șomajului pe termen lung și pe termen scurt în anul 2008 la nivelul țărilor membre ale UE
- Fig.9 Evoluția datoriei publice la nivelul statelor membre UE, Norvegia și Islanda în perioada 2010-2011
- Fig.10 Etapele formării Uniunii Economice și Monetare
- Fig.11 Variația agregatului monetar M3 în perioada 1999-2007. Zona Euro
- Fig.12 Variația inflației în perioada 1999-2007. Zona Euro
- Fig.13 Evoluția PIB-ului Zonei Euro în perioada 1999-2007
- Fig.14 Evoluția ratei șomajului în Zona Euro în perioada 1999-2007
- Fig.15 Sistemul European al Băncilor Centrale
- Fig.16 Evoluția Indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) în perioada 1999 - 2018
- Fig.17 Politica monetară- strategia BCE
- Fig.18 Variația agregatului monetar M3 în perioada 1999-2018. Zona Euro
- Fig.19 Balanța de plăti – active (1999-2017)
- Fig.20 Balanța de plăti – pasive (1999-2017)
- Fig.21 Structura FED
- Fig. 22 Sistemul Rezervelor Federale
- Fig.23 Evoluția programului Quantitative Easing în perioada martie 2015 – decembrie 2018 (proiecție)
- Fig.24 Accesarea facilității CBLS în perioada dec. 2007- feb. 2010
- Fig.25 Repartizarea pe beneficiari a facilității AMLF
- Fig.26 Evoluția facilităților introduse în vederea menținerii lichidității în perioada

2007-2018

Fig.27 Evoluția indicilor bursieri 2007-2018

Fig.28 Sistemul bancar tradițional

Fig.29 Sistemul bancar paralel - exemplificare prin tranzacții Repo

Fig.30 Evoluția tranzacțiilor REPO la nivel global în perioada 2008-2016

Fig.31 Evoluția activelor la nivelul sistemului finanțier global în perioada 2002-2016

Fig.32 Activele intermediarilor finanțieri ca pondere din activele finanțiere totale 2002-2016

Fig.33 Subsecțoarele intermedierilor finanțieri - 2016

Fig.34 Total active la nivelul sistemului finanțier global în anul 2016

Fig.35 Situația celor mai mari bănci din SUA - decembrie 2017

Fig.36 Evoluția activelor corporațiilor finanțiere din Zona Euro (2002-2016)

Fig.37 Evoluția activelor corporațiilor finanțiere din SUA (2002-2016)

Fig.38 Evoluția activelor companiilor de asigurări în SUA versus Zona Euro (2008-2016)

Fig.39 Evoluția activelor fondurilor de pensii în SUA versus Zona Euro (2008-2016)

Fig.40 REPO - active și datorii 2016

Fig.41 Evoluția activelor BCE versus FED în perioada 2008-2018

Fig.42 FED evoluția rezervelor în exces în perioada 2008-2018

Fig.43 BCE evoluția rezervelor în exces în perioada 2008-2018

Fig.44 Evoluția ratei dobânzii BCE versus FED în perioada 2008-2018

Fig.45 Evoluția ratei de creștere a PIB-ului SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018

Fig.46 Evoluția PIB-ului SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018

Fig.47 Evoluția datoriei publice în SUA versus Zona Euro, în perioada 2008-2018

Fig.48 Evoluția ratei inflației din SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018

Fig.49 Evoluția indicelui prețurilor de consum în perioada 2008-2018

Fig.50 Evoluția inflației SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018

Fig.51 Evoluția cursului de schimb Euro/USD în perioada 2008-2018

Fig.52 Evoluția importurilor și exporturilor SUA în perioada 2008-2018

Fig.53 Evoluția importurilor Zonei Euro versus USA în perioada 2008-2018

Fig.54 Evoluția ratei șomajului în SUA în perioada 2008-2018

Fig.55 Evoluția ratei șomajului în Zona Euro în perioada 2008-2018

Fig.56 Evoluția ratei șomajului din SUA versus Zona Euro, în perioada 2008-2018

Fig.57 Evoluția Indicelui S&P Case-Shiller în perioada 2008-2018 SUA

Fig.58 Indicele prețurilor locuințelor în Zona Euro 2008-2018

Fig.59 Evoluția rezervelor de aur în perioada 2008-2018

## **LISTA TABELELOR**

Tabel nr.1 Fazele ciclului Juglar: Marea Criză Economică și Criza din perioada 2007-2009

Tabel nr.2 Tipologia crizelor

Tabel nr.3 Tipologia crizelor financiare

Tabel nr.4 Creșterea masei monetare în perioada 1628-1642, în guldeni

Tabel nr.5 Marea Criză economică versus Criza din perioada 2007-2009

Tabel nr.6 Evoluția variabilelor macroeconomice în perioada 1930-1938

Tabel nr.7 Valoarea contribuției BCN din Zona Euro, la capitalul BCE în anul 2015

Tabel nr.8 Valoarea contribuției BCN ale țărilor membre UE din afara Zonei Euro, la capitalul BCE în anul 2015

Tabel nr.9 Membri Consiliului Guvernatorilor FED

Tabel nr.10 Structura rezervelor SUA

Tabel nr.11 Analiza comparativă a Băncii Centrale Europene în raport cu Banca Federală de Rezerve

Tabel nr.12 Măsuri de politică monetară întreprinse de BCE în perioada 2008-2016

Tabel nr.13 Măsuri întreprinse de FED în perioada 2008-2012

Tabel nr.14 Structura sistemului bancar din umbră

Tabel nr.15 Total active la nivelul sistemului finanțier global în anul 2016, conform ultimului raport FSB

## **INTRODUCERE**

### **RELEVANȚA, MOTIVAȚIA ȘI SCOPUL CERCETĂRII ÎNTreprinse**

Societatea a evoluat de-a lungul timpului, menținerea bunăstării oamenilor fiind un subiect care nu și-a pierdut importanța din cele mai vechi timpuri și până astăzi. În acest sens studiul crizelor economice, care influențează bunul mers al economiei și își pune amprenta asupra gradului de bunăstare, necesită o atentă **cercetare a domeniului**.

Având în vedere cele de mai sus, consider că este necesar a realiza o analiză a crizelor economice. În vederea înțelegерii în profunzime a acestui fenomen economic care ne influențează viața, este necesar ca în aria noastră de cunoaștere să facem o incursiune în trecut, căreia să-i atașăm teoriile emise de cercetători din domeniul economic vis-a-vis de subiectul crizelor economice și de rolul băncilor centrale în gestionarea acestora.

Cercetarea a devenit tot mai complexă pe măsura analizării teoriilor clasice și contemporane referitoare la subiectul abordat. Această temă, care a fost tot timpul una de interes pentru analiza economică, a fost și este intens studiată în perioada actuală, în principal legată de criza din perioada 2007-2009, datorită magnitudinii acesteia.

Cu toții ne dorim o societate libera și democratică, cu o economie de piață care să nu fie afectată de criză, ale cărei manifestări pot îmbrăca diverse forme și pot provoca pagube imense. Analiza efectuată ne-a demonstrat că disfuncționalitățile macroeconomice au existat de-a lungul istoriei, având impact uneori doar local, alteori regional, dar și global. Aceste disfuncționalități au lovit diverse sectoare, industrii sau țări, însă au fost și cazuri în care s-au extins cu repeziciune la nivel global, afectând în mod diferit atât statele, companiile, indiferent de dimensiunea lor cât și clasele sociale.

Confruntându-ne cu criza economică și financiară din perioada 2007-2009, stabilirea ariei de interes a venit de la sine. Disfuncționalitățile din domeniul economic m-au determinat să studiez cauzele, modul de apariție, manifestările, și consecințele acestei crize economice care a avut urmări nefaste la nivelul tuturor participanților la viață

economică. Fiind interesată de crizele economice și de funcționarea băncilor centrale, în special a Băncii Federale de Rezerve și a Băncii Centrale Europene în gestionarea crizelor, mi-am dorit să mă implic în analizarea acestui subiect pentru a-i înțelege mecanismul. Repercursiunile și impactul generalizat al acestei crize mi-au stârnit curiozitatea și dorința de a înțelege în profunzime fenomenul crizelor.

Este o temă solicitantă din punct de vedere academic, care nu a fost stabilită întâmplător. Studierea crizelor economice, a modului de apariție al acestora precum și reacția băncilor centrale reprezintă o prioritate în analizele economiștilor din diferite timpuri ca obiectiv al politiciei economice, deoarece criza este un fenomen care își răsfrângă efectele asupra statelor, companiilor dar și a indivizilor.

Din punctul meu de vedere studierea și analizarea crizelor economice și a reacției celor mai importante bănci centrale la aceste crize merită un interes deosebit, deoarece este o temă de constantă actualitate. Aceasta rezidă din necesitatea de a cuantifica evoluția activității economice și a indicatorilor acestora atât la nivelul individual cât și la nivelul unei regiuni, sau chiar la nivel global.

Aria cercetării științifice a avut în vedere cadrul conceptual și institutional al funcționarii BCE și FED, măsurile întreprinse în vederea diminuării impactului crizei dar și o analiză a celor mai importanți indicatori economici legați de evoluția economiei Zonei Euro și a Statelor Unite.

În teza de doctorat am analizat și evoluția ciclului economic, având în vedere că, în fapt, criza este o fază a acestui ciclu. Teoriile ciclului economic și al crizelor economice aparținând ariei noastre de interes au fost cercetate de reprezentanții mai multor curente de gândire dintre care m-am axat în principal pe cei ai curentelor de sorginte dirijistă și liberală.

În cadrul incursiunii în istoria crizelor economice am acordat un interes deosebit analizei Marii Crize Economice, realizând o analiză comparativă a acesteia cu criza din perioada 2007-2009, observând că ambele au fost declanșate de factori monetari. Am ales să mă refer la această ultimă criză economică globală deoarece consider că aceasta a fost perioada cu cel mai mare impact asupra unui număr mare de economii la începutul

secolului 21. În articolele de specialitate studiate, am observat că această criză a avut diferite denumiri, cum ar fi marea recesiunie, “great recession”, criza economică globală sau criza din 2007-2009.

Studiul practic al cercetării a avut în vedere analiza unor indicatori economici prin care se măsoară performanța și evoluția economiei pe baza cărora am realizat o analiză comparativă a evoluției economiei Statelor Unite și a Zonei Euro în perioada cuprinsă între anii 2008-2018, pentru a reliefa impactul măsurilor luate în timpul crizei de către Banca Federală de Rezerve și respectiv, Banca Centrală Europeană asupra celor două economii.

Ca funcționar bancar într-o bancă grecească în perioada crizei din perioada 2007-2009, am avut posibilitatea de a observa și chiar a simți măsurile impuse de principala bancă a respectivului grup grecesc în vederea derulării normale a activității în condiții de criză. Am avut posibilitatea să văd aplicându-se dobânzi mai mari de 10% la facilitățile de depozit, dar și retrageri masive de numerar. Am simțit echipa managerilor și a angajaților de a rămâne fără loc de muncă, echipa celor care au contractat credite de a nu reuși să le achite dar și echipa deponenților de a rămâne fără economiile depozitate în banca. Nu a fost una dintre cele mai plăcute perioade din activitatea mea de angajat, ceea ce m-a și determinat să-mi doresc să studiez în profunzime subiectul crizei.

Cercetarea științifică întreprinsă a avut la bază lucrări de referință din domeniu, apărute atât înainte de perioada de studiu, cât și pe parcursul acesteia, cu accent pe literatura de specialitate internațională completată cu lucrări ale unor specialiști români în domeniu. Studiul s-a bazat pe 75 de cărți de specialitate și 107 de articole publicate în literatura națională și internațională sau consultate prin intermediul unor baze de date precum Emerald, Jstor și altele. Totodată, pe lângă literatura clasică am utilizat 62 rapoarte și anuare statistice publicate de instituții și organizații internaționale sau regionale cum ar fi Banca Centrală Europeană, Comisia Europeană, Banca Federală de Rezerve, Biroul de Analiză Economică al Departamentului de Comerț al Statelor Unite.

**Obiectivul și scopul principal al cercetării** îl constituie analiza rolului Băncii Centrale Europene și a Băncii Federale de Rezerve în criza din perioada 2007 – 2009, reacția acestor două mari bănci centrale la criză și a impactului măsurilor întreprinse de acestea

asupra economiei Statelor Unite și a Zonei Euro.

O importanță deosebită este acordată studierii conceptului de criză, deoarece societatea s-a confruntat de-a lungul timpului cu diferite perioade de instabilitate economică și cu toate acestea încă nu s-a găsit o soluție pentru a preîntâmpina aceste fenomene. Mă voi axa pe analiza mediului economic din Zona Euro în ultimii 10 ani, tratând și cadrul legislativ și instituțional al funcționării BCE dar și a celui din Statele Unite prin prisma funcționării FED-ului.

În vederea atingerii scopului pe care mi l-am propus aşa cum am enunțat în titlul tezei **“Rolul Băncii Centrale Europene și a Băncii Federale de Rezerve în gestionarea crizelor economice”** nu am avut în vedere acoperirea integrală a subiectului cercetat. Obiectivele demersului științific, folosind atât abordări doctrinare cât și factuale au fost următoarele:

- înțelegerea și identificarea ciclurilor economice și a crizelor prin intermediul cunoașterii științifice;
- analizarea tipologiei crizelor și identificarea cauzelor crizelor economice;
- analizarea cercetărilor economice cu privire la principalele crize economice care au avut loc de-a lungul timpului oprindu-ne la Criza bulbilor de lalea, Crizele companiilor South Sea și Mississippi;
- analizarea comparativă a Marii Crize Economice și a crizei din perioada 2007-2009;
- analizarea mediului economic din Uniunea Europeană de la momentul adoptării monedei unice, și până la izbucnirea crizei în anul 2007;
- analizarea răspunsului la criză a BCE și FED, prin intermediul politicilor monetare și fiscale aplicate;
- realizarea unei analize comparative a mediului economic din Statele Unite și Zona Euro în perioada 2008 - trimestru I al anului 2018.

Teza își propune să ofere răspuns la câteva întrebări precum: care sunt factorii care generează crizele economice? cum sunt văzute crizele de către economiștii clasici și contemporani? care sunt cele mai frecvente tipuri de criză? este criza din perioada 2007-2009 similară cu Marea Criză Economică? ce le diferențiază și ce le aseamănă? pot fi folosite remedii aplicate pe parcursul Marii Crize Economice din 1929 pentru înăbușirea crizei din perioada 2007-2009? de ce mai folosim încă măsuri și politici care

nu au avut efect, sau, dimpotrivă, au generat efecte negative? care este rolul băncilor centrale în economie? care au fost măsurile întreprinse de FED ca răspuns la criză? dar reacțiile BCE? au fost acestea benefice, și-au îndeplinit scopul? care a fost rolul sistemului bancar paralel în criza din perioada 2007-2009? cum a evoluat economia SUA și economia Zonei Euro pe parcursul crizei dar și după depășirea acesteia? putem obține beneficii în urma unei crize?

## **Metodologia cercetării**

Demersul cercetării științifice în cadrul acestei teze de doctorat urmărește stabilirea:

- ariei de cercetare;
- scopului cercetării;
- modalității de abordare a cercetării;
- rezultatelor cercetării.

**Aria de cercetare** o constituie reacția celor două bănci centrale: Banca Centrală Europeană și Banca Federală de Rezerve la manifestările crizelor în cadrul ciclurilor economice. În vederea obținerii unor indicatori relevanți pentru aprofundarea cercetării, s-au utilizat și o serie de instrumente proprii ale unor domenii conexe economiei.

Cercetarea efectuată a fost una complexă și a avut drept **scop** analizarea, formularea și explicarea modului în care cele două bănci centrale au răspuns la criză și impactul măsurilor aplicate de acestea asupra mediului economic din SUA și Uniunea Europeană, respectiv Zona Euro.

**Modalitățile de abordare a cercetării** au generat un proces complex prin intermediul căruia am investigat procesele economice, concluziile cercetării rezultând în urma parcurgerii a patru etape ce vor fi prezentate în cele ce urmează.

### **Etapa 1. Stabilirea temei de cercetare prin:**

- consultarea literaturii de specialitate existente, prin lectură și reflexii;
- stabilirea domeniului de cercetare: economia internațională;
- stabilire temei prin asumarea unor decizii.

**Stabilirea temei de cercetare** s-a realizat pe baza preferințelor personale asupra subiectului studierii crizelor economice deoarece consider că acest subiect a fost, este și va fi mereu de actualitate. Alegerea temei de cercetare ca fiind “**Rolul Băncii Centrale Europene și a Băncii Federale de Rezerve în gestionarea crizelor economice**” a venit și din dorința de a înțelege rolul băncilor centrale în economie precum și a modului în care acestea pot influența activitatea economică.

Bazele teoretice ale investigației sunt constituite din lucrările relevante ale unor specialiști în domeniu având ca obiect de studiu perioadele de criză traversate de către cele mai influente state ale lumii, de-a lungul timpului. Am consultat astfel numeroase cărți, reviste de specialitate, articole, studii, rapoarte ale instituțiilor internaționale sau regionale (Uniunea Europeană) și naționale. Pentru realizarea investigațiilor teoretice am utilizat lucrări ale unor specialiști în domeniu dintre care îi amintesc pe: W.Bagehot, M.Friedman, J.K.Galbraith, W.S.Jevons, J.M.Keynes, P.Krugman, L. von Mises, F.Hayek, S.Mihm, F.S.Mishkin, D.Ricardo, N.Roubini, P.Samuelson, J.B.Say, A.Smith, F.R.Stern, A.Greenspan, B.Bernanke, P. De Grauwe și mulți alții. De asemenea, au fost analizate lucrări din literatura autohtonă ale unor autori consacrați în domeniu cum sunt: S.Cerna, M.Isărescu, C.Lazar, C.Kirițescu, I.Bădescu, N.Murgu, C.Basno și mulți alții.

**A doua etapă** are ca obiectiv stabilirea metodelor de cercetare ce vor fi utilizate în vederea colectării datelor pentru realizarea părții practice a lucrării, obiectivele și ipotezele cercetării fiind urmărite pe tot parcursul realizării demersului științific.

### **Etapa 3 de colectare a datelor, analiza și prelucrarea acestora în vederea validării ipotezelor presupune:**

- colectarea și prelucrarea datelor menite să ne ajute la înțelegerea comportamentului economic;
- analizarea și interpretarea acestora;
- identificarea rezultatelor și a importanței acestora.

Această etapă are un rol extrem de important deoarece presupune sintetizarea și analizarea datelor în vederea elaborării teoriilor și ipotezelor asupra temei studiate. Este cea mai complexă etapă care ne ajută să validăm etapele cercetării și să formulăm

concluziile. În această etapă a demersului științific am analizat indicatorii economici din Zona Euro și Statele Unite pe parcursul crizei din perioada 2007-2009, dar și după aceea, pentru a vedea care a fost impactul crizei asupra celor două economii.

#### **Etapa 4. Comunicarea rezultatelor cercetărilor întreprinse până acum s-a realizat prin:**

- participarea autorului la 4 conferințe internaționale pe tema crizei;
- redactarea a cinci articole științifice și publicarea acestora în reviste de specialitate precum Revista Economică, Postmodern Openings sau în volumele conferințelor la care au fost susținute.

Etapa diseminării rezultatelor a constat în participarea la conferințe internaționale precum International Economic Conference of Sibiu, The International Conference Present Issues of Global Economy 2018, conferința Lumen.

Pentru atingerea obiectivelore enunțate am considerat oportun ca această temă să fie tratată pe parcursul a șase capitole, cărora li s-au adăugat partea introductivă și referințele bibliografice.

Capitolul întai al lucrării **“Crizele economice. Abordări teoretice și evoluție”** debutează cu abordări conceptuale privind ciclul economic și crizele. Am analizat care sunt punctele de vedere cu privire la ciclul economic și la fazele acestuia, ale reprezentanților Școlii Austriece precum Carl Menger, Friedrich August von Hayek, Ludwig von Mises, keynesienilor, pornind de la John Maynard Keynes, Paul Antony Samuelson, Sir John Richard Hicks, Robert Mundell sau ai monetariștilor Milton Friedman, Edmund Phelps, David Ernest William Laidler dar și ale lui Karl Heinrich Marx, George Hegel, Friedrich Engels, Nikolai Kondratieff.

Pentru a înțelege cauzele crizelor economice, apariția acestora în timp, am analizat care sunt premisele generale care au determinat apariția crizelor de-a lungul timpului. Din punctul meu de vedere criza din perioada 2007-2009 a avut ca factor principal menținerea de către FED a unor rate scăzute ale dobânzilor pentru o perioadă lungă de timp, care au dus la apariția unui balon speculativ bazat pe activele de pe piața imobiliară, motiv pentru care am decis să analizez crizele pe care le-am considerat cele

mai apropiate de criza din perioada 2007-2009 și anume Criza bulbilor de lalea, Crizele companiilor South Sea și Mississippi.

În capitolul 2 **“Marea Criză Economică versus Criza din perioada 2007-2009”** am acordat o atenție deosebită Marii Crize Economice, realizând o analiză comparativă a acesteia cu criza din perioada 2007-2009. Pentru a identifica cauzele declanșării crizei din perioada 2007-2009 am analizat mediul economic din Statele Unite de la începutul anilor 2000, constatănd că această perioadă este caracterizată de o politică a banilor ieftini. Am arătat că ambele crize au avut la bază factori monetari: contracția masei monetare în cazul Marii Crize Economice și ratele scăzute ale dobânzii, în cazul crizei din perioada 2007-2009, supraproducția și căderea piețelor bursiere, respectiv a pieței imobiliare fiind o consecință a neimplicării la timp a instituțiilor financiar-bancare și a guvernelor. Am analizat ipotezele cu privire la declanșarea crizei din perioada 2007-2009, evoluția și manifestările acesteia, încercând să extrag principalele consecințe ale crizei.

Capitolul 3 intitulat **“Cadrul legislativ și instituțional al funcționarii BCE”** este axat pe crearea unei imaginii de ansamblu asupra Uniunii Economice și Monetare prin identificarea principalelor momente ale formării acesteia. Deoarece sunt chestiuni foarte cunoscute, am prezentat doar pe scurt cele trei etape ale formării Uniunii Economice și Monetare și caracteristicile principale ale Uniunii Europene. O atenție deosebită s-a acordat Tratatului de la Lisabona, având în vedere că acesta conține prevederile actualizate din toate celelalte tratate. Am continuat cercetarea prin prezentarea rolului și locului UE în gestionarea crizei. Cercetarea științifică a continuat cu analiza mediului economic din Uniunea Europeană, respectiv Zona Euro de la momentul adoptării monedei unice euro în anul 1999, până la declanșarea crizei creditelor subprime în anul 2007.

Capitolul 4 intitulat **“Banca Centrală Europeană și Banca Rezervelor Federale”** este dedicat analizei celor două entități financiar-bancare. Îmbinând cercetarea empirică cu cercetarea istorică am analizat rolul băncilor centrale în economie cu scopul de a putea înțelege mai bine acțiunile întreprinse de cele două bănci centrale. Am analizat componența Sistemului European al Băncilor Centrale și am văzut care este modul de organizare al Băncii Centrale Europene. Pentru a înțelege care este rolul băncii centrale

a fost necesar să analizăm obiectivul principal al acesteia: stabilitatea prețurilor. BCE și-a stabilit un obiectiv al inflației pe termen mediu și anume valoarea Indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) să fie sub 2%, dar apropiată de acesta. Instrumentele de politică monetară prin intermediul cărora aceste obiective sunt îndeplinite au fost și ele analizate.

Prin intermediul studiului efectuat în acest capitol am observat că există opinii contradictorii cu privire la stabilitatea prețurilor. O atenție deosebită am acordat-o politicii monetare și a strategiei acesteia deoarece BCE are o structură total diferită de a celorlalte bănci centrale și îi este mai dificil să-și îndeplinească obiectivele, având în vedere varietatea statelor membre care fac parte din Uniune Europeană și diferențele existente între acestea.

Ne-am oprit apoi asupra cadrului istoric, structurii și a celor mai importante atribuții ale Băncii Federale de Rezerve. Am analizat instrumentele tradiționale de politică monetară utilizate de FED, urmând ca instrumentele neconvenționale atât ale FED cât și ale BCE să fie tratate în capitolul următor. Analiza noastră a continuat cu lecțiile pe care le-a învățat FED din crizele economice pe care le-a traversat de-a lungul timpului.

În capitolul 5 “**Analiza reacțiilor BCE și FED la criză finanțiară și economică din perioada 2007-2009**” activitatea de cercetare s-a îndreptat și spre o parte practică, dincolo de orientarea teoretică.

Cercetarea s-a axat pe analiza reacției la criză a BCE, axându-ne pe analiza măsurilor tradiționale cât și a celor neconvenționale de politică monetară implementate de aceasta și pe modul de transmitere al acestor măsuri. Am considerat necesar ca și reacția FED la criză să fie evaluată în același mod, analizând atât instrumentele de politică monetară tradiționale și neconvenționale cât și transparența în comunicarea deciziilor și măsurilor luate în vederea contracărării crizei.

Pentru atingerea obiectivelor propuse și având în vedere importanța tot mai mare acordată sistemului bancar paralel, “shadow banking” și a dezbatelor referitoare la rolul acestuia în declanșarea crizei din perioada 2007-2009 am considerat necesară analizarea structurii acestui sistem. Am studiat reglementările existente la nivelul

sistemului bancar paralel și am realizat o analiză a evoluției acestuia atât în Zona Euro cât și în SUA. Eforturile mele au fost direcționate spre partea practică și anume analiza comparativă a evoluției economiei Statelor Unite și a Zonei Euro în perioada 2008 – trimestrul I al anului 2018.

Interpretarea indicatorilor economici în urma prelucrării informațiilor a reprezentat o adevărată provocare. Datele utilizate au fost date oficiale publicate de site-uri de specialitate precum Eurostat, Comisia Europeană, BCE, OECD, Federal Reserve Bank of New York, BEA, portalul Trading Economics. Trading Economics este un portal care conține “date exacte pentru 196 de țări, [...] peste 20 de milioane de indicatori economici, cursuri de schimb, [...] bazându-se pe date oficiale”<sup>1</sup>.

Cercetarea se încheie, prin capitolul 6, cu formularea concluziilor proprii în urma studiului efectuat, concluzii ce se bazează atât pe studiul literaturii de specialitate cât și pe partea practică realizată pe parcursul studiului.

---

<sup>1</sup> <https://tradingeconomics.com/about-te.aspx> accesat la 20.07.2018

## CAP.1. CRIZELE ECONOMICE. ABORDĂRI TEORETICE ȘI EVOLUȚIE

### 1.1. DEFINIREA CONCEPTULUI DE CICLU ECONOMIC

Primul capitol al lucrării analizează criza economică din perspectivă teoretică, prin încadrarea acestuia în teoria ciclului economic și a fazelor acestuia, pe baza opiniilor economiștilor clasici și contemporani. Pe baza lor am realizat o analiză de ansamblu asupra perioadelor de instabilitate economică, observându-le din mai multe unghiuri, în funcție de perioada istorică pe care au traversat-o.

Unitatea de măsură a timpului “*în care se succed ciclurile activității economice, segmentele de timp în care se încadrează dinamica economică, reprezintă ciclul economic*”<sup>2</sup>. Dintre marii economiști care au studiat ciclurile economice se numără Clement Juglar, Ludwig von Mises, Friederich von Hayek, Robert Lucas, Wassily Kondratieff, Alfred Marshall, Joseph Schumpeter, John Maynard Keynes, Paul Samuelson, Joseph Mitchell și mulți alții.

Joseph Mitchell definește ciclul de afaceri ca fiind „*expansiunea ce a apărut în același timp la nivelul mai multor activități economice, urmată de recesiuni generale, contracții și revigorarea care se petrec înainte de faza de expansiune a următorului ciclu*”<sup>3</sup>. Aceste cicluri reprezintă o fluctuație a nivelului activității economice aggregate, măsurat prin produs național brut, căreia îi corespunde un model de succesiune a etapelor de expansiune și de recensiune a activității economice.

Jim Cox, în lucrarea sa despre ciclurile economice îl citează pe Murray Rothbard<sup>4</sup> care este de părere că subconsumul nu este factorul determinant în izbucnirea unei crize economice. „*Fiecare criză este marcată de o investiție și de o reducere a investițiilor, nu de o subconsumare*”<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Golea, P., 2010, *Macroeconomie*, <https://vdocuments.mx/c-1-121-macroeconomie-golea-pompiliu.html> accesat la 28.06.2018

<sup>3</sup> Mitchell, W., Burns, A., 1946, *Measuring Business Cycles*, NBER, p. 3, Volume URL: <http://www.nber.org/books/burn46-1>, Chapter URL <http://www.nber.org/chapters/c2980.pdf> accesat la 21.07.2018

<sup>4</sup> Apud, Rothbard, Murray, 1963, *America's Great Depression*, Los Angeles: Nash, p. 58

<sup>5</sup> Cox, J., 2007, *The Concise Guide to Economics*, The Ludwig von Mises Institute, Alabama, p. 81

Referindu-se la ciclurile economice și ciclicitatea crizelor, Paul Samuelson definește ciclul de afaceri ca fiind “*o oscilație între producția națională totală, venituri și gradul de utilizare a forței de muncă*”<sup>6</sup>.

Reprezentanții marxismului Karl Heinrich Marx, George Hegel, Friedrich Engels și alții sunt de părere că, ciclul de afaceri reprezintă colapsul capitalismului în timp ce adeptii dirijismului moderat și ai neoliberalismului economic dintre care îi amintesc pe John Maynard Keynes, Paul Antony Samuelson, Sir John Richard Hicks, Robert Mundell și alții, sunt de părere că ciclul poate fi exprimat sub forma unui interval de cheltuială, interval care dacă este prea mic generează criză, iar dacă este prea mare duce la apariția inflației.

Monetariștii Milton Friedman, Edmund Phelps, David Ernest William Laidler și alții sunt de părere că factorul generator al ciclului de afaceri este masa monetară. În studiul realizat de Milton Friedman și Anna Schwartz, „*Money and Business Cycles*” aceștia explică faptul că „*principala influență în ciclul de afaceri pornește de la bani spre venit*”<sup>7</sup>, creșterea masei monetare generând modificări la nivelul activității economice.

Spre deosebire de celealte școli de gândire, reprezentanții Școlii Austriece Carl Menger, Friedrich August von Hayek, Ludwig von Mises și alții nu consideră criza drept un eveniment neprielnic, ci o modalitate de „*a pune producția în concordanță cu preferințele consumatorilor*”<sup>8</sup>. Sunt de acord cu punctul de vedere al lui Jim Cox care consideră că teoria austriacă explică cel mai bine ciclul de afaceri, deoarece expune ca factor cauzal al ciclurilor masa monetară. Teoria arată că există un raport între consum și economisire, iar intervenția statului în economie poate genera o creștere artificială a masei monetare. Creșterea masei monetare „*crește disponibilul de bani în economie și*

---

[https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics\\_3.pdf?file=1&type=document](https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics_3.pdf?file=1&type=document) accesat la 15.06.2018

<sup>6</sup> Samuelson P. A., 1995, Nordhans W., *Economics*, Ed. McGraw-Hill, Inc., New York, p. 553

<sup>7</sup> Bordo, M, 1989, *Money, History, and International Finance: Essays in Honor of Anna J. Schwartz*, University of Chicago Press, p. 19 <http://www.nber.org/chapters/c6734.pdf> , accesat la 21.07.2018

<sup>8</sup> Cox, J., 2007, *The Concise Guide to Economics*, The Ludwig von Mises Institute, Alabama, p. 78  
[https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics\\_3.pdf?file=1&type=document](https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics_3.pdf?file=1&type=document)

*scade rata dobânzii, încurajând o creștere artificială a cheltuielilor*<sup>9</sup>. Aceasta va genera o creștere a investițiilor care va duce la boom economic, urmând să se transforme în criză în momentul în care consumatorii conștientizează că această creștere a fost artificială.

Totodată o parte din reprezentanții Școlii de gândire austriece precizează că „*principala sursă de perturbare și ciclul economic*”<sup>10</sup>, inflația și ratele ridicate ale dobânzii sunt generate de „*guvernarea politică irresponsabilă*” și nu de piața liberă, care fără intervenția statului în economie ar genera: șomaj scăzut, nu s-ar înregistra inflație iar ratele dobânzii pe termen lung s-ar situa între 2% și 3%.

Ciclul economic este format din mai multe faze. Există două categorii de interpretări ale fazelor ciclului economic, unele susțin existența a două faze ale ciclului economic: expansiunea și recesiunea; iar altele, a patru faze: înviorare, avânt, criză și depresiune.

Din perspectiva definiției datei ciclului economic de catre National Bureau of Economic Research (NBER)<sup>11</sup> ciclul economic este format din două faze: recesiunea și expansiunea<sup>12</sup>.

Având în vedere că activitatea economică nu este liniară, perioadele de dezvoltare alternând cu cele de stagnare, urmate apoi de perioade de încetinire ale ritmului activității economice și culminând cu o criză, consider că trebuie să privim ciclul economic ca fiind caracterizat de două evoluții distincte: (1) recesiunea și (2) expansiunea, fiecare dintre acestea fiind formată la rândul ei din câte două faze distincte ale ciclului economic: criza și depresiunea, respectiv înviorare și avânt, așa cum rezultă din figura de mai jos.

---

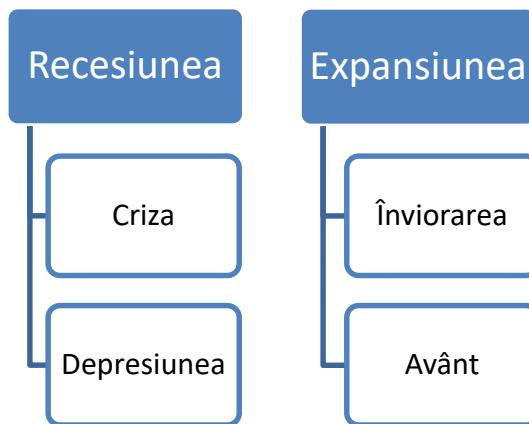
<sup>9</sup> Ibidem, p.78

<sup>10</sup> Skousen, M., 1986, *Understanding the Austrian Theory of the Business Cycle*, <https://mises.org/library/understanding-austrian-theory-business-cycle> accesat la 21.07.2018

<sup>11</sup> NBER este o organizație privată cu sediul la Cambridge care desfășoară activități de cercetare economică pe care le pune la dispoziția factorilor de decizie politică, oamenilor de afaceri și cadrelor universitare. Principale domenii de activitate ale acestei organizații sunt: măsurători statistice, studiul comportamentului economic și analizarea efectelor politicilor publice. <http://www.nber.org/info.html>

<sup>12</sup>NBER, 2010, <http://www.nber.org/cycles/recessions.html> , accesat la 27.06.2018

**Fig. 1 Cele două evoluții ale ciclului economic și fazele acestuia**



Sursă: prelucrare autor după Rovinaru, F.<sup>13</sup>

**Recesiunea** se manifestă prin criză economică și depresiune, fiind dominată de efecte negative, stagnări sau reduceri ale activității economice. În perioadele de minim există o desincronizare între factorii de producție și relațiile de producție. Faza de recesiune se propagă întotdeauna de la nivelul macroeconomic spre nivelul microeconomic, relansarea economiei trebuind să se facă prin instrumente de politică macroeconomică.

Rolul recesiunii este expus de J.A. Schumpeter ca fiind: „[...] un rău necesar în societatea capitalistă”<sup>14</sup>. Samuelson definea recesiunea ca “o perioadă recurrentă de scădere a producției totale, a veniturilor și a locurilor de muncă [...] marcate prin contracții în mai multe sectoare ale economiei”, iar expansiunea ca având “o durată variabilă ca timp”<sup>15</sup>.

National Bureau of Economic Research (NBER) dă următoarea definiție recesiunii: „Recesiunea este caracterizată de o scădere semnificativă în activitatea economică ce se manifestă în întreaga economie, pe o perioadă mai lungă decât câteva luni, vizibilă în PIB-ul real și care se manifestă în: venitul real, ocuparea forței de muncă, producția

<sup>13</sup> Rovinaru, F., 2013, *Economistul G.N. Leon - Interferențe Teoretice și Practice*, Ed. Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, p.154

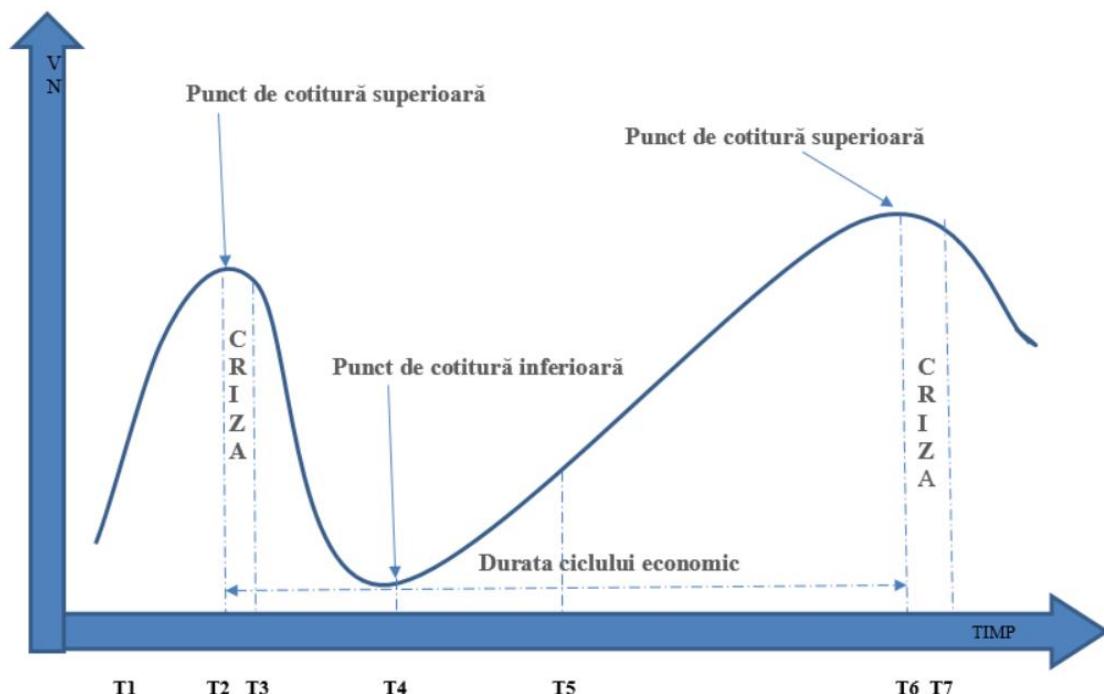
<sup>14</sup> Schumpeter, J.A., 2003, *Capitalism, Socialism, Democracy*, Ed. Routledge, Taylor & Francis e-Library, p.396

<sup>15</sup> Samuelson P. A., Nordhans W., 2010, *Economics*, Ediția 19, Ed. McGraw-Hill, Inc., New York, p. 429, <http://pombo.free.fr/samunord19.pdf> accesat la 21.07.2018

industrială și volumul vânzărilor cu amănuntul<sup>16</sup>. Această definiție o considerăm a fi una completă, deoarece arată că în analiza acestei faze a ciclului trebuie luați în calcul mai mulți factori printre care: şomajul, volumul producției industriale, volumul vânzărilor din comerțul cu amănuntul etc.

**Expanziunea** constă în reluarea creșterii economice și apariția fenomenelor pozitive în activitatea economică. Cererea este stimulată, iar investițiile sunt în creștere. Poate fi puțin semnificativă, având influență doar asupra unor anumite ramuri ale activității economice, însă în anumite situații poate cuprinde majoritatea domeniilor de activitate. Expanziunea se manifestă prin creșterea activității economice și a PIB-ului până la un nivel maxim în condițiile date, atingând perioada de vârf, care marchează sfârșitul perioadei de expansiune și începutul perioadei de contracție<sup>17</sup>.

**Fig. 2 Fazele ciclului economic**



Sursă: prelucrare autor după Rovinaru, F.<sup>18</sup>

Evoluția celor patru faze ale ciclului economic este prezentată în graficul de mai sus.

<sup>16</sup> NBER, 2008, <http://www.nber.org/cycles/jan2003.html>, accesat la 27.06.2018

<sup>17</sup> Burns, A., 1969, *The Business Cycle in a Changing World*, p.5,  
<http://www.nber.org/chapters/c1174.pdf>, accesat la 20.07.2018

<sup>18</sup> Rovinaru, F., 2013, *Economistul G.N. Leon - Interferențe Teoretice și Practice*, Ed. Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, p.154

Conform graficului, **durata ciclului** economic este situată între cele două puncte de cotitură superioară, în intervalul T2-T6, de la începutul unei crizei până la declanșarea crizei următoare. Recesiunea este reprezentă de intervalul de timp între T2 și T4, iar expansiunea economică în intervalul T4-T6, după care ciclul se reia.

După o perioadă de înviorare și avânt economic, trecerea de la expansiune la recesiune este realizată prin intermediul **punctului de cotitură superior**<sup>19</sup> denumit și punct de contracție. Aceasta este punctul care marchează apogeul creșterii și declanșarea efectivă a crizei moment în care factorii ce duc la scăderea variabilelor economice încep să fie predominanți, față de factorii care încurajează creșterea economică<sup>20</sup>. Perioada de **criză** este reprezentată în grafic de intervalul de timp între momentul T2 și T3, criza manifestându-se pentru o perioadă scurtă de timp, perioadă caracterizată de o stare de panică generalizată, o deregлare a economie datorită dezechilibrului ce apare între cererea și opera agregată precum și între volumul producției și al consumului.

**Depresiunea** este perioada de timp între momentul T3 și momentul T4, perioadă caracterizată prin scăderea continua a activității economice materializată într-o scădere a masei monetare, scădere a investițiilor ce duce la o creștere a ratei șomajului. În această perioadă crește oferta agregată, însă cererea este în scădere datorită lipsei de disponibilități.

Trecerea de la perioada de recesiune la cea de expansiune se realizează prin intermediul unui **punct de cotitură inferior**<sup>21</sup>, ce mai poate fi denumit și punct de relansare<sup>22</sup>. Acest moment marchează punctul în care începe înviorarea economiei, încurajându-se creșterea economică, urmând începutul unei perioade de expansiune economică. Faza de **înviorare** a economiei se desfășoară în intervalul T4-T5, perioadă caracterizată de o redresare ușoară a economiei prin stimularea cererii aggregate, a creșterii investițiilor, generând noi locuri de muncă. Cererea de bunuri de consum este în creștere, generând

---

<sup>19</sup> <http://octavianjula.ro/wp-content/uploads/2017/06/macro10-cicluri.pdf> accesat la 27.06.2018

<sup>20</sup> Mecu, C., Enache, C., 2007, *Economie Politică*, Editura România de Mâine, București, p.12, <https://se-b.spiruharet.ro/images/secretariat/2015-2016/mk-2015se/Macroeconomie.pdf> accesat la 20.07.2018

<sup>21</sup> <http://octavianjula.ro/wp-content/uploads/2017/06/macro10-cicluri.pdf> accesat la 20.06.2017

<sup>22</sup> Mecu, C., Enache, C., 2007, *Economie Politică*, Editura România de Mâine, București, p.12, <https://se-b.spiruharet.ro/images/secretariat/2015-2016/mk-2015se/Macroeconomie.pdf> accesat la 20.07.2018

o creștere a producției.

Urmează faza de **avânt economic** (intervalul T5-T6), în care investițiile iau amploare, procesul investițional fiind unul susținut, ducând la apariția a noi locuri de muncă și a diminuării ratei șomajului. Creditele se acordă cu ușurință, masa monetară crește, stimulând o creștere a cererii aggregate care excede oferta, generând o creștere a prețurilor. Apar fenomenele inflaționiste care duc la măsuri de frânare a cererii globale care au ca efect o diminuare a investițiilor, ajungând din nou în punctul de cotitură superioară ce duce la declanșarea unei noi crize, începând cu momentul T6.

O categorie importantă a ciclurilor economice o constituie ciclurile economice lungi sau ciclurile Kondratieff<sup>23</sup>, denumire data de Joseph Schumpeter după economistul N.D. Kondratieff care le-a studiat. În urma cercetărilor sale, el ajunge la concluzia că planificarea socialistă va înregistra un mare insucces mai ales în agricultură, iar țările capitaliste, deși vor suferi un declin de activitate în anii '30, vor înregistra ulterior o altă perioadă de expansiune și prosperitate în afaceri, ceea ce s-a și întâmplat o dată cu încheierea Marii Crize. Murray Rothbard, specifică în „*The Kondratieff Cycle: Real or Fabricated?*” faptul că ciclul Kondratieff a fost dat drept explicație pentru Marea Criză Economică<sup>24</sup>.

Kondratieff a avut la dispoziție date statistice referitoare la comerț, agricultură, industria bumbacului, cărbune, fier din Anglia și Franța în perioada 1789 -1920. Pe baza acestor date el a stabilit trei cicluri, fiecare având două componente: “... o parte ascendentă a ciclului, în care domină prosperitatea printre unele perioade de recesiune; după care urmează o parte descendenta a ciclului caracterizată prin declinul general al activității economice”<sup>25</sup>.

Mecanismul de formare și desfășurare al acestui tip de ciclu economic reflectă comportamentul și evoluția afacerilor pe o perioadă de aproximativ 40-60 de ani.

---

<sup>23</sup> Studierea detaliată a ciclurilor economice, cât și primele încercări fundamentate de predicție a fenomenului ca atare, vor rămâne legate de numele marelui economist Nikolai Dmitriyevich Kondratieff.

<sup>24</sup> Rothbard, M., *The Kondratieff Cycle: Real or Fabricated?*

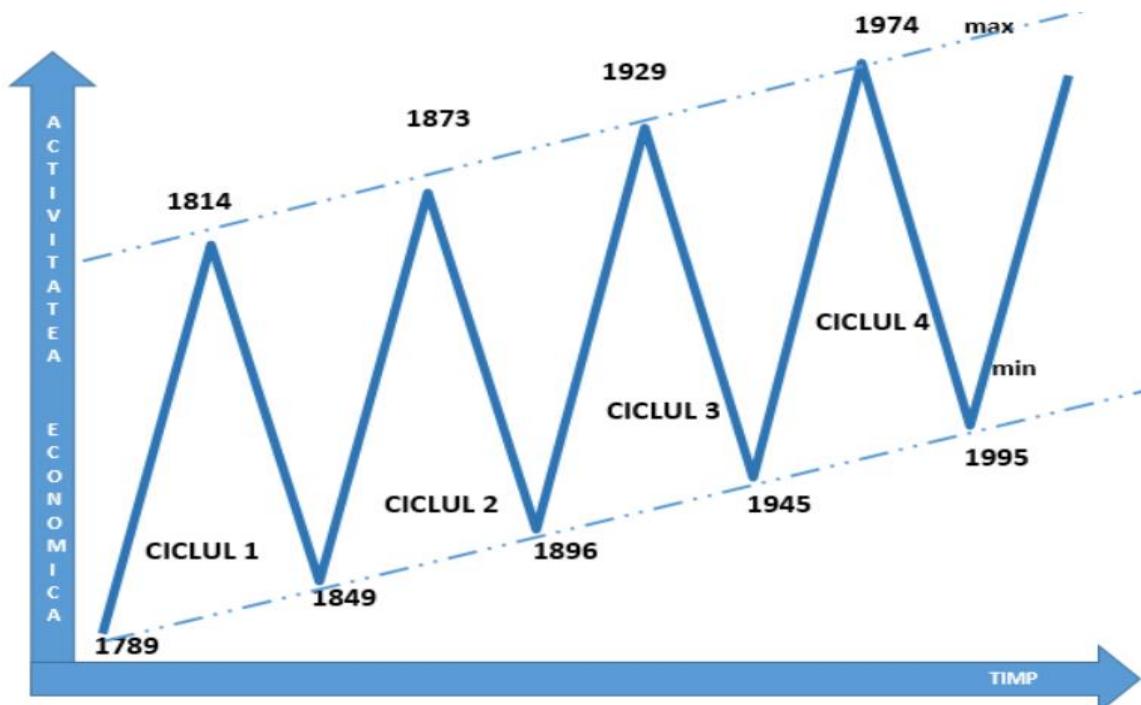
<http://rothbard.altervista.org/articles/kondratieff-cycle.pdf>, accesat la 21.07.2018

<sup>25</sup> Houston W., 1995, *Riding the Business Cycle*, Little, Brown and Company, UK, p. 152

Deoarece activitatea economică nu este liniară, acesta ciclu se manifestă sub forma a două faze, una ascendentă și una descendentă, fiecare dintre acestea putând fi încadrată într-o perioadă de aproximativ 20-30 de ani. Apariția acestora este determinată de inovații tehnologice apărute din nevoia de a înlocui modul tehnic de producție cu unul nou, mai performant, care să genereze o productivitate mai crescută, denumită plastic distrugere creativă de către Joseph Schumpeter. În faza descendentă a ciclului modalitatea de producție aplicată funcționează corespunzător însă se resimte o uzură a capitalului utilizat, moment în care apare o perioadă de tranziție relativ scurtă sub forma unei crize structurale. Urmează perioada în care este introdus un nou mod de producție, acesta fiind utilizat pentru o perioadă de 20-30 de ani, după care apare o nouă criză, reluându-se fazele ciclului economic.

Evoluția acestui tip de ciclu este prezentată în figura de mai jos.

**Fig. 3 Evoluția ciclurilor de tip Kondratieff în perioada 1789 - 1995**



Sursă: prelucrare autor după Rovinaru, F.<sup>26</sup>

**Faza ascendentă**, de expansiune constă în dezvoltare economică în decursul unei

<sup>26</sup> Rovinaru, F., 2013, *Economistul G.N. Leon - Interferențe Teoretice și Practice*, Ed. Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca, p.154

perioade de timp mai îndelungate a veniturilor, afacerilor, producției și investițiilor. Această fază este favorizată de inovații tehnologice și resurse noi. În **faza descendentă**, toate aceste variabile înregistrează o încetinire a ritmului de creștere, manifestată prin creșterea șomajului și a inflației, instalându-se astfel recesiunea. Studii de specialitate au demonstrat că cercetarea științifică este intensificată în această perioadă. Tot acum apar inovațiile și invențiile, care vor ajuta la ieșirea economiei din criză și la trecerea la următoarea fază a ciclului, faza ascendentă, de creștere economică.<sup>27</sup>

Putem spune că ciclurilor Kondratieff le este specific un mecanism al investițiilor care sprijină și impulsionează ieșirea din criză. Perioada primului ciclu s-a caracterizat prin inovații precum cele în industria textilă sau inventarea motorului cu aburi. În perioada celui de-al doilea ciclu au apărut inovații la nivelul căilor ferate și în industria oțelului. Ulterior au apărut automobilele și electricitatea care au contribuit la ieșirea din faza descendentă a celui de-al treilea ciclu, în timp ce perioada următoare s-a caracterizat prin inovații în industria electronicelor, apariția roboților și a tehnologiei avansate.

Primul economist care a utilizat conceptul de “ciclu economic” a fost economistul francez Clement Juglar. Aceasta este de părere că, „*crizele la fel ca și bolile, par a fi una dintre condițiile existenței societăților în care comerțul și industria domină, le putem prezice [...] dar nu le putem suprima*”<sup>28</sup>. De numele lui se leagă ciclul economic mediu, care a fost identificat de către economistul francez în anul 1860, constatănd că poate fi observat la nivelul mai multor activități economice (agricultură, natalitate, numărul căsătoriilor), iar durata sa variază „*între 7 și 11 ani*”<sup>29</sup>. El a început analiza ciclicității asupra căsătoriilor franceze și a ratelor de natalitate și mortalitate și a extins aceste studii asupra prețurilor și finanțelor. Analiza realizată de către Juglar a dus la formularea unor concluzii comportamentale similare ale prețurilor, ratelor dobânzii, creditelor dar și ale

---

<sup>27</sup> Zarnowitz, V., 1992, *The Regularity of Business Cycles*, <http://www.nber.org/chapters/c10379.pdf> , pp.237-238

<sup>28</sup> Juglar C., 1889, *Des crises commerciales et de leur retour periodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Ediția II, Librarie Guillaumin, Paris, p.10, [https://ia800202.us.archive.org/3/items/sc\\_0000980533\\_00000000672529/sc\\_0000980533\\_00000000672529.pdf](https://ia800202.us.archive.org/3/items/sc_0000980533_00000000672529/sc_0000980533_00000000672529.pdf) accesat la 21.07.2018

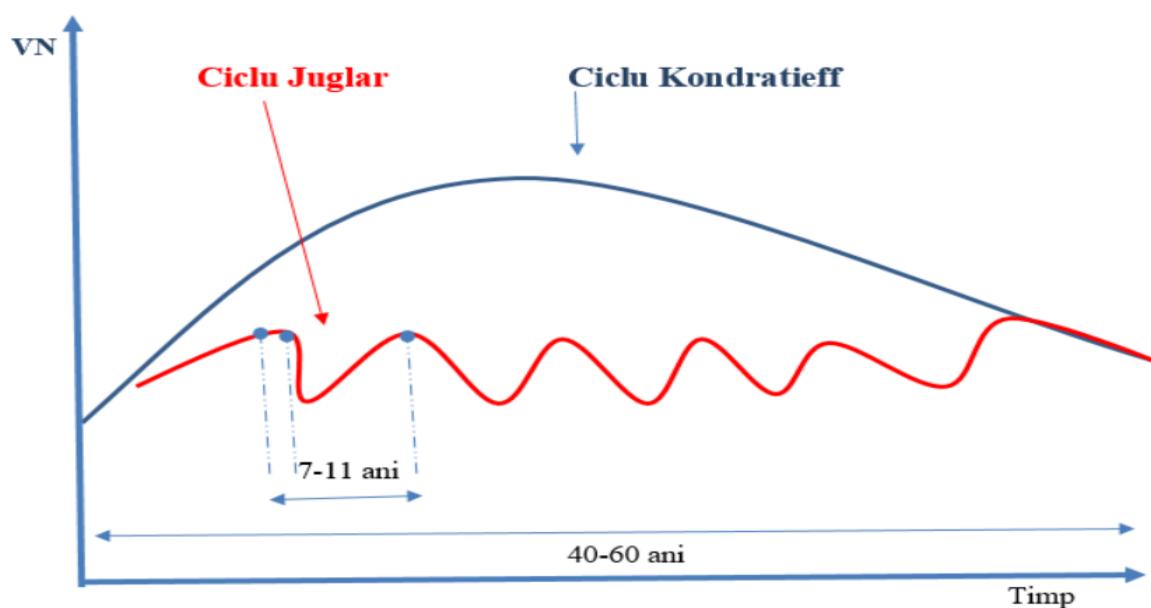
<sup>29</sup> Zarnowitz, V., 1992, *Theory, History, Indicators, and Forecasting*, University of Chicago Press, P.239, volume <http://www.nber.org/books/zarn92-1> , chapter <http://www.nber.org/chapters/c10379.pdf> , accesat la 21.07.2018

crizelor comerciale.

Ciclul Juglar se înregistrează în memoria populației datorită lungimii sale medii, de regulă sub 10 ani, oamenii de știință considerând că perioadele anilor '60, '90 se încadrează perfect în ciclul Juglar. Acest lucru explică și faptul că recesiunile Juglar au un impact mai semnificativ asupra psihologiei umane decât recesiunile identificate în cadrul celoralte cicluri.

Aceste cicluri sunt de asemenea privite ca fiind dominante și periodice. Studiile lui au concluzionat faptul că, perioadele de contracție și crizele au aparut cu o periodicitate în medie de aproximativ 7-11 ani. Ciclurile Juglar se desfășoară pe parcursul ciclurilor lungi, în faza ascendentă sau descendenta a acestora. Observăm ca Marea Criză Economică s-a desfășurat în cadrul ciclului 3 stabilit de Kondratieff, aceasta marcând momentul trecerii în faza descendenta a acestui ciclu. Criza din perioada 2007-2009 s-a desfășurat în faza ascendentă a ciclului numărul 5, care a început în anul 1995, aşa cum reiese din Figura 3.

**Fig. 4 Evoluția ciclurilor Juglar în intervalul ciclului Kondratieff**



Sursă: prelucrare autor

Marea Criză Economică (1929-1933) și criza din perioada 2007-2009 s-au petrecut în

intervale de timp Juglar, acestea parcurgând cele patru etape ale ciclului. O dată cu ultima criză ni s-a confirmat încă o dată faptul că deși unele state aplică măsuri politice anticiclice cu success, nici o economie nu este ferită de perioadele de criză ce pot să apară, după o perioadă de creștere accentuată, cu atât mai mult cu cât globalizarea a dus la o creștere a fluctuațiilor economice datorită interconectivității dintre statele lumii.

**Tabel nr.1 Fazele ciclului Juglar: Marea Criză Economică și Criza din perioada 2007-2009**

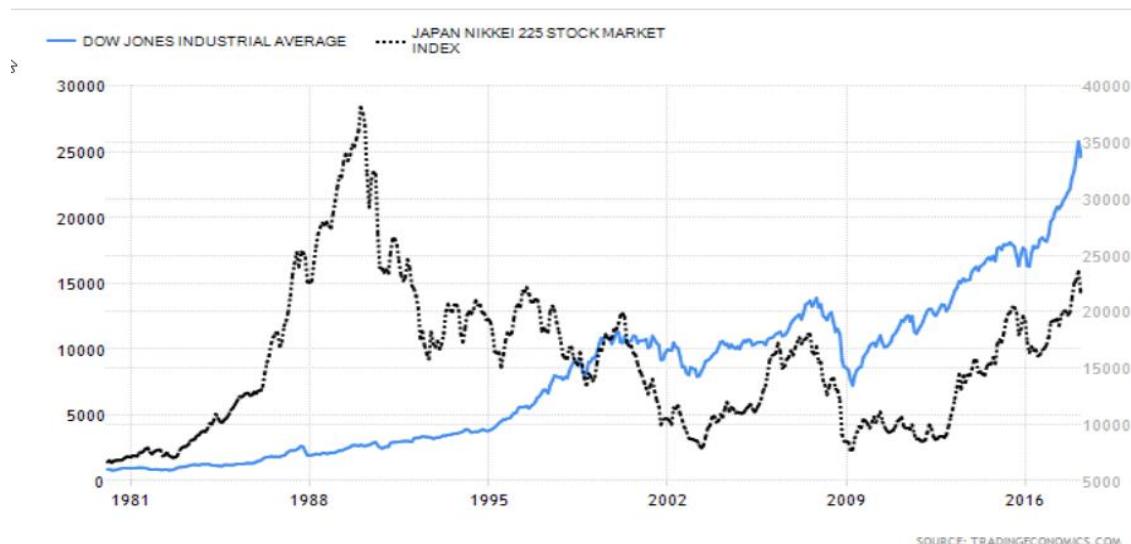
Faza ciclului Juglar	Marea Criză Economică	Criza din perioada 2007-2009
Durata ciclului	<b>1922-1933</b>	<b>2002-2013</b>
Inviorare	1922-1925 „Cumpărați acum, plătiți mai târziu!” Rate scăzute ale dobânzii	2002-2004 The american dream/Visul american Rate scăzute ale dobânzii
Avânt	1925-1929 „Cumpărați acum, plătiți mai târziu!” Bunuri de consum acordate pe baza creditului	2005-2008 The american dream: oricine poate cumpăra o locuință
Criză	24 Octombrie 1929 căderea bursei din New York (Joia Neagră)	15 septembrie 2008, declararea oficială a falimentului Lehman Brothers
Depresiune	Noiembrie 1929-1933 Panici bancare și crashuri bursiere	Octombrie 2008 –2013 Criza datoriilor suverane, începând cu anul 2010

Sursă: prelucrare autor cu informații din literatura de specialitate

Ciclurile Juglar se aplică și cazul burselor de valori. Minsky menționează că „ciclurile

*Juglar, sunt cicluri de investiții cu implicații pe piața financiară și monetară*<sup>30</sup>. S-a observat că de obicei valorile minime la bursă sunt înregistrate în primii doi ani din ciclu. Așa cum rezultă din graficul de mai jos, observăm că bursa a înregistrat scăderi semnificative ale cotațiilor indicelui Japonez Nikkei 225 în perioada 1990-1992 (de la 37.752 în decembrie 1989 la 15.884,48 în iulie 1992) dar și în anul 2002, când a ajuns la 8.109 puncte<sup>31</sup>. Situația este similară și în cazul indicelui Dow Jones Industrial Average, care a înregistrat valori minime în octombrie 1990 (4.611,12 puncte), respectiv octombrie 2001 (12.501,60 puncte)<sup>32</sup>, așa cum reiese din graficul următor.

**Fig.5 Evoluția Indicilor Dow Jones Industrial Average și Nikkei 225 în perioada 1980-martie 2018**



Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,  
<https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market> accesat la 20.06.2018

Mecanismul de formare și funcționare al acestui ciclu îl vom explica în cele ce urmează. În faza de expansiune, economia este în creștere, afacerile sunt prospere, băncile acordă credite cu ușurință acestea generând o creștere a investițiilor, cererea agregată este în creștere, fiind urmată ulterior de o creștere lentă a prețurilor. Creșterea economică rapidă va duce la suprasolicitarea economiei, perioadă caracterizată de speculații,

<sup>30</sup> Minsky, P.H. & all, 1996, Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy, Working Paper No. 126, Paper prepared for the International J. A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp126.pdf> , accesat la 21.07.2018

<sup>31</sup> <https://www.macrotrends.net/2593/nikkei-225-index-historical-chart-data>

<sup>32</sup> <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>

operațiuni riscante și prețuri în creștere, care va îndrepta economia spre faza de boom.

Ulterior ne confruntăm cu o frânare a cererii globale, materializată într-o frânare a investițiilor, diminuarea producției. Apar fenomene inflaționiste, profiturile scad, unele companii intră în faliment generând o creștere a șomajului, toate acestea caracterizând starea de recesiune și identificând criza. Urmează faza de depresiune caracterizată prin creștere economică foarte scăzută sau chiar stagnare, perioadă în care prețurile sunt în scădere, piața se adaptează. Economia începe să își revină în faza de înviorare, un nou ciclu începând în momentul în care echilibrul economic este restabilit<sup>33</sup>.

În concepția lui Juglar ciclul economic este un ciclu monetar, care provine din credit, iar întreg mecanismul ciclului economic are la bază creditul. Acest fapt are și o parte bună: pe parcursul crizei, companiile falimentare se închid, creditele nesigure sunt lichidate, se elimină elementele care au generat dezechilibrul în economie, apărând altele noi care vor avea un rol important în reluarea activității și a creșterii economice.

## 1.2. CONCEPTUL DE CRIZĂ

Crizele se pot manifesta sub forma unor situații în care bunuri financiare și non-financiare își pierd brusc o parte semnificativă din valoarea lor, situații caracterizate de o instabilitate economică și socială pronunțată. „*Criza economică este o fază a ciclului economic în care se formează un surplus de mărfuri în raport cu capacitatea de cumpărare limitată a populației, care duce la scăderea producției, la falimente, șomaj, generând o stare de incertitudine legată de viitor*”<sup>34</sup>.

S-a dovedit că de-a lungul timpului, crizele economice s-au manifestat sub diferite forme. Inițial, ele au fost legate de „*rezultatul abuzului cârmuitorilor*”<sup>35</sup>.

Criza poate fi concepută ca o degradare a stării de raționalitate specifică economiei

<sup>33</sup> Grinin, L. & all, 2016, Interaction between Kondratieff Waves and Juglar Cycles, [https://www.researchgate.net/publication/309450988\\_Interaction\\_between\\_Kondratieff\\_Waves\\_and\\_Juglar\\_Cycles](https://www.researchgate.net/publication/309450988_Interaction_between_Kondratieff_Waves_and_Juglar_Cycles), accesat la 21.07.2018

<sup>34</sup> Haralambie, G., 2011, *Criza globală și teoria ciclicității, Economie teoretică și aplicată*, Volumul XVIII, No. 11(564), [http://store.ectap.ro/articole/664\\_ro.pdf](http://store.ectap.ro/articole/664_ro.pdf), accesat la 21.07.2018

<sup>35</sup> Reinhart, C. & Rogoff, K., 2008, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, pp. 86-89

funcționale. În urma dezechilibrelor produse de crize de-a lungul timpului, s-au dezvoltat diferite modele explicative ale crizelor economice. Dinu Marin, redă definiția fizicalistă a crizei: „*sub influența mecanicismului, ieșirea din criză a fost privită din perspectiva fizicalistă, ca revenirea la starea de echilibru*”<sup>36</sup>.

Este dificil de stabilit granița dintre criza finanțieră și cea economică, însă de cele mai multe ori putem vorbi de o criză economică care este generată fie de cauze finanțiere, fie de cauze politice sau cauze sociale, fie de toate acestea la un loc.

Economiștii examinează criza cu ajutorul unor indicatori sintetici, precum produsul intern brut și indicele producției industriale, dinamica venitului mediu, rata șomajului, cursul bursier și cel al monedei naționale, evoluția numărului de unități economice aflate în faliment, indicele prețurilor, etc.

Criza economică se poate declanșa mai întâi la nivelul unor ramuri și sectoare economice, ulterior fiind afectată întreaga economie a unei regiuni sau țări. În dinamica ei, criza economică evoluează de la starea latentă la cea manifestă și ulterior la starea agresivă de desfășurare. Interesul special arătat fenomenului de criză economică se explică prin faptul că afectează în mod negativ existența și traiul oamenilor, iar costurile acesteia sunt apreciabile, urmările sale extinzându-se în toate sectoarele societății.

Analizele de specialitate ne-au arătat că situațiile de criză economică sunt asemănătoare, însă au și elemente de particularitate, motiv pentru care nu se poate elabora o doctrină unitară a acestora.

Analiza succintă a tipologiei generale a crizelor și respectiv a tipologiei crizelor finanțiere este prezentată în tabelele următoare:

---

<sup>36</sup> Dinu, M., 2010, *Criza ca oportunitate de schimbare*, BNR, p.4,  
<http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjv4rb7mLLcA hXBdp0KHSnRC0kQFggpMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro.ro%2FDocumentInformation.aspx%3FidDocument%3D9635%26directLink%3D1&usg=AQVaw39a13ev39yVBTCc1cWL0NI>, accesat la 20.07.2018

**Tabel nr.2 Tipologia crizelor**

Tip de criză	Caracteristici
Criză conjuncturală	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ cel mai des întâlnită;</li> <li>➤ de mică amploare;</li> <li>➤ generată în special de şocuri externe precum calamitați naturale, prețul petrolului, prețul energiei;</li> <li>➤ se manifestă prin: scăderea PIB-ului, creșterea șomajului;</li> <li>➤ poate fi stopată prin măsuri fiscale adoptate de guvern;</li> <li>➤ exemplu: prima criză a petrolului din 1973.</li> </ul>
Criza structurală	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ apare în anumite sectoare/sisteme;</li> <li>➤ amploare medie;</li> <li>➤ în cazul sectorului producției, criza se manifestă prin diminuarea cererii pe piața externă, datorită neadaptării la noile cerințe de piață.</li> </ul>
Criza sistemică <sup>37</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ apare în sectorul bancar;</li> <li>➤ se manifestă prin pierderea încrederii în sectorul bancar;</li> <li>➤ are impact asupra economiei, influențând valoarea activelor, fluxul de creditare, sistemul de plăți;</li> <li>➤ exemplu: criza din Argentina (2011), Rusia (1998).</li> </ul>

Sursă: prelucrare autor după literatura de specialitate: Bădescu<sup>38</sup>, Hoelscher, Manic<sup>39</sup>

<sup>37</sup> Hoelscher, D. S., 2009, *Seminar for Senior Bank Supervisors*, FRS & IMF & World Bank, <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/Day2Hoelscher-ProblemBankResolution.pdf>, accesat la 20.06.2018

<sup>38</sup> Bădescu, I., (2009), *Despre criză în lumina teoriei succesiunii coexistente*, Ed. Centrului de informare și documentare economică, București, p.38

<sup>39</sup> Manic, S., *Economic crisis, its prospects and challenges for economic theory*, Scientific Bulletin, Vol. 8, pp. 1-2, [http://economic.upit.ro/repec/pdf/F10\\_Slavica\\_Manic.pdf](http://economic.upit.ro/repec/pdf/F10_Slavica_Manic.pdf), accesat la 15.06.2018

În stabilirea tipologiei crizelor financiare am avut în vedere mediul economic în care acestea se manifestă precum și caracterul complex al acestora.

**Tabel nr. 3 Tipologia crizelor financiare**

Tip de criză	Caracteristici
Criza monetară	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ de regulă în situația cursului de schimb fix;</li> <li>➤ moneda e în cădere liberă, depreciere de peste 15% a monedei;</li> <li>➤ schimbări majore ale ratelor de schimb;</li> <li>➤ exemplu: criza din Turcia, criza din Argentina din anul 2001.</li> </ul>
Criza datoriilor externe/ Criza datoriilor suverane	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ denumită și criza balanței de plăți;</li> <li>➤ apare în momentul în care o țară nu poate atrage capitalul necesar pentru a-și finanța deficitul de cont curent;</li> <li>➤ guvernul nu mai reușește să achite ratele și dobânzile aferente datoriilor sale externe;</li> <li>➤ datoriile în moneda străină, creditele fiind acordate de creditori din străinătate sau instituții internaționale;</li> <li>➤ exemplu: criza din Grecia, Spania, Italia (2012).</li> </ul>
Criza datoriilor interne	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ apare în momentul în care guvernul unei țări nu mai reușește să achite ratele și dobânzile la împrumuturile contractate;</li> <li>➤ datoriile guvernului includ și datoriile în valută;</li> <li>➤ exemplu: criza din Mexic (1994-1995), Grecia (2010), Argentina (2001) -a coincis cu criza datoriilor externe).</li> </ul>
Criza bancară	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ apare în momentul în care se pierde încrederea în sistemul bancar;</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ indivizii și firmele nu mai au încredere în a-și lăsa/depune economiile la bancă;</li> <li>➤ exemplu: criza din Argentina (2001), Cipru (2013).</li> </ul>
Criza imobiliară	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ prețul imobilelor crește nejustificat, urmând să scadă brusc;</li> <li>➤ apare în momentul în care dobânda la creditele pentru locuințe crește foarte mult;</li> <li>➤ debitorii nu mai reusesc să achite rata;</li> <li>➤ acest tip de criză poate fi încadrată și în categoria crizelor a căror cauze sau manifestări nu sunt de natură financiară;</li> <li>➤ exemplu: criza subprime din SUA (2007).</li> </ul>

Sursă: prelucrare autor după literatura de specialitate: Reinhart, Rogoff <sup>40</sup>

Crizele cu impact asupra economiei pot fi clasificate în :

- crize sociale, manifestate prin creșterea nemulțumirii populației datorită unei inflații crescute, șomajului, costului ridicat al vieții. Un exemplu de astfel de criză este criza socială din Los Angeles din 1992<sup>41</sup>;
- crize financiare, caracterizate prin căderi spectaculoase ale pieței bursiere și volatilitatea piețelor de capital. Aici am putea da nenumărate exemple, dar ne vom opri la Criza din 1869 - The Black Friday;
- crize politice, precum cele din Venezuela, Peru, Nicaragua din anul 1992<sup>42</sup>;
- crize locale precum Panica bancară din 1907 din SUA, hiperinflația din Germania<sup>43</sup>

<sup>40</sup> Reinhart, C., Rogoff, K., 2009, *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly-Chapter 1*, University of Maryland, College Park, Department of Economics, Harvard University, p.6, 14, [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/17452/1/MPRA\\_paper\\_17452.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/17452/1/MPRA_paper_17452.pdf), accesat la 20.07.2018

<sup>41</sup> Grigoriu, M., 2006, *Crizele și conflictele contemporane*, Editura Ministerului Administrației și Internelor, București, p.60, <http://www.cultura.mai.gov.ro/biblioteca%20virtuala/editura%20mai/Crize%20conflicte/crize%20conflicte%20ultim.pdf> accesat la 20.05.2018

<sup>42</sup> González, L., 2008, *Political crises and democracy in latin America since the end of the cold war*, Working paper 353, Kellogg Institute for International Studies, P.10, [https://kellogg.nd.edu/sites/default/files/old\\_files/documents/353\\_0.pdf](https://kellogg.nd.edu/sites/default/files/old_files/documents/353_0.pdf), accesat la 22.07.2018

<sup>43</sup> Hiperinflația din Germania s-a declanșat pe fondul cheltuielilor de război finanțate prin emiterea de monedă. La finalul Primului războiului mondial Germania s-a confruntat cu o depreciere a monedei de

din perioada 1918-1924 sau internaționale, precum Panica din 1857<sup>44</sup>, Marea Depresiune Economică, Criza petrolieră din 1973 și multe altele;

➤ criza creditului care se manifestă prin incertitudine pe piața de creditare și apare la nivelul creditelor pe termen lung dar și la nivelul celor pe termen scurt. Un exemplu pentru o astfel de criză este criza creditelor subprime din SUA care a debutat în anul 2007.

Din perspectiva cauzelor deosebim următoarele tipuri de criză:

- criza de producție: Marea Criză Economică a fost considerată o criză de supraproducție;
- criza structurală. Criza din perioada 2007-2009 poate fi considerată o criză structurală având în vedere “*magnitudinea crash-ului, creșterea costurilor de producției și presiunea suplimentară asupra sistemului asiatic, înseamnă că am intrat*

---

mari proporții deoarece guvernul a acoperit cheltuielile prin emisiune de monedă, creând un dezechilibru între oferta și cererea de monedă. Prețurile au înregistrat creșteri alarmante, iar cursul mărcii își pierduse din valoare. “In noiembrie 1923 dolarul era cotat la 4,2 trilioane de mărci, față de 4 mărci în 20 în august 1914” .

<https://mises.ro/159/iv-inflația> accesat la 24.07.2018

<sup>44</sup> **Panica din 1807** s-a declanșat la 25 august 1857, în New York, datorită falimentului unei mari companii de asigurări de viață, Ohio Life Insurance & Trust Company, care era implicată în investiții din diverse domenii: trenuri, căi ferate, bursă. Aceasta a fost urmată de o cădere masivă a bursei de valori în lunile septembrie și octombrie 1857. Băncile au intrat în panică, au stopat creditarea și au solicitat returnarea imediată a împrumuturilor acordate întreprinderilor și unor bănci mai mici. Totodată, deținătorii de obligațiuni emise de bănci au solicitat răscumpărarea acestora, instituțiile financiare rămânând fără rezerva de aur și argint. „*Din cele 285 de bănci din New York aflate în funcțiune, în septembrie 1857, 19 au dat faliment*” , relatează Calomiris și Schweikart în articolul “The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment”. După o perioadă de o lună de zile, panica a ajuns la Londra, iar Banca Angliei și-a epuizat rezervele de aur. Panica s-a instaurat și în restul Europei, ajungând până în India, China, Caraibe, Africa de Sud și America Latină, criza punând astfel capăt uneia dintre cele mai îndelungate expansiuni economice din epoca modernă.

Kindleberger, C., Aliber, R., 2005, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Ediția V, pp. 129-130,

[http://www.un>tag-smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf](http://www.un>tag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf) accesat la 24.07.2018

într-o criză structurală”<sup>45</sup>;

- criza sistemului de reglementare, care poate fi exemplificată prin criza din perioada 2007-2009, datoră reglementării insuficiente a sistemului finanțier care a dus la răspândirea activelor toxice, datorită inovațiilor financiare;
- criza ca rezultat al şocului extern, când dezvoltarea este blocată de resursele externe insuficiente, precum a fost Sosul petrolifer din perioada 1973-1974<sup>46</sup>.

### 1.3. CONCEPȚII DOCTRINARE PRIVIND CRIZELE ECONOMICE

Cele mai importante crize din istorie au dus la dezbatere cu privire la cauzele care pot genera crizele și la explicarea acestora prin prisma unor teorii, dintre care amintesc aici teoriile clasice (a „mâinii invizibile” a lui Adam Smith,) a celor de origine dirijista (teoria intervenționismului statal a lui Keynes, teoria neomarxistă) sau a celor liberale și neoliberale.

**Adam Smith**, reprezentant al liberalismului clasic consideră că în vederea obținerii bunăstării și a maximizării profitului personal, fiecare individ sau agent economic își urmărește propriul său interes, iar prin aceasta influențează în mod involuntar bunul mers al economiei fiind “ghidat de o mâna invizibilă”<sup>47</sup>. Criza apare în momentul în care piețele nu mai sunt lăsate să funcționeze liber și raționalitatea individuală în luarea deciziilor e acompaniată de decizii ale statului/ polilor de putere.

**John Stuart Mill**, adept al liberalismului clasic<sup>48</sup> a analizat în operele sale crizele economice. El este de părere că baloanele speculative apar atunci când un șoc exterior, precum o nouă piață pune în mișcare speculația. În apariția unei crize, creditul are un

---

<sup>45</sup> Wallerstein, I, 2010, *Structural Crisis*, New Left Review, p.140,

<http://archives.cerium.ca/IMG/pdf/4-结构性.pdf>, accesat la 22.07.2018

<sup>46</sup> Sosul petrolifer din 1973-1974 s-a datorat Organizației Tărilor Arabe, OPEC care au impus embargo împotriva SUA și ulterior asupra Tărilor de Jos, Portugaliei și Africii de Sud deoarece acestea au sprijinit Israelul în războiul contra Siriei și Egiptului. Având în vedere că aceste țări erau dependente de petroli din țările arabe, acest embargo a dus la creșterea prețului țării cu până la 400% în doar 6 luni.

<sup>47</sup> Smith, A., 2007, *An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Metalibri, Amsterdam, p.349 [https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA\\_WealthNations\\_p.pdf](https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf) accesat la 26.08.2018

<sup>48</sup> Popescu, Gh., 2004, *Evoluția gândirii economice*, Ediția a III-a revăzută, adăugită și actualizată, Editura Academiei Române, Editura Cartimpex Cluj, p.243

rol foarte important, deoarece balonul speculativ nu poate genera criză de unul singur. Criza se propagă în toate sectoarele economice, duce la falimentul întreprinderilor, la apariția șomajului, apărând o stare “mai mare sau mai mică de sărăcie”<sup>49</sup>.

**William Stanley Jevons**, „considerat initiatorul Scolii neoclasică”<sup>50</sup> e de părere că o perturbație exterioară duce la apariția unor evenimente care culminează cu o criză. Fluctuațiile din economie pot fi cauzate, în accepțiunea lui Jevons de tulburări din afara sistemului economic. Astfel, el consideră cauzele crizelor economice ca fiind determinate de apariția periodică a unor pete solare care influențează apariția unor fenomene naturale, care crează mari dificultăți în obținerea recoltelor agricole<sup>51</sup>. Pe baza studiilor realizate s-a dovedit că nu există nici o legătură între apariția petelor solare și producția agricolă, acestea neputând duce la apariția unor crize economice. S-a stabilit că petele solare se întâlnesc în cicluri de 15-20 de ani, iar crizele economice la 10 ani, prin urmare, existența vreunei legături între cele două tipuri de ciclicități poate fi exclusă.

Pentru **Karl Marx** întemeietorul curentului marxist, criza în societatea capitalistă este generată de scăderea ratei profitului. El este primul gânditor „care a văzut capitalismul drept inherent instabil și predispus la criză”<sup>52</sup>. Marx consideră că, creșterea productivității va duce la o scădere a profitului deoarece în procesul de producție sunt utilizate tot mai multe utilaje în vederea creșterii productivității, însă acestea nu aduc „valoare nou creată”, generând mai puține resurse pentru angajarea muncitorilor. Numărul muncitorilor scade, activitatea micilor întreprinzători se diminuează, economia confruntându-se cu supraproducție și subconsum<sup>53</sup>.

---

<sup>49</sup> Mill,J.S., 1909, *Principles of Political Economy*, D. Appleton And Company, New York, p. 527-529, <https://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/Mill,%20Principles%20of%20Political%20Economy.pdf> accesat la 22.06.2018

<sup>50</sup> Popescu, Gh., 2004, *Evoluția gândirii economice*, Ediția a III-a revăzută, adăugită și actualizată, Editura Academiei Române, Editura Cartimpex Cluj, p.243

<sup>51</sup> <https://www.britannica.com/topic/business-cycle#ref191244> accesat la 28.06.2018

<sup>52</sup> Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București, p.87

<sup>53</sup> Kliman, A., 2015, *The Great Recession and Marx's Crisis Theory*, American Journal of Economics and Sociology, p.242,

[https://www.researchgate.net/publication/273836047\\_The\\_Great\\_Recession\\_and\\_Marx%27s\\_Crisis\\_Theory](https://www.researchgate.net/publication/273836047_The_Great_Recession_and_Marx%27s_Crisis_Theory) accesat la 20.07.2018

Marx împărtășește opinia lui **Jean Charles Léonard de Sismondi**, reprezentant al liberalismului clasic, care spune: „*Chiar dacă muncitorul, prin munca sa zilnică, produce mult mai mult decât sunt cheltuielile sale zilnice, totuși, după ce împarte producția cu proprietarul funciar și cu capitalistul, îi rămâne un salar, cunoscut sub denumirea de venit doar pentru acoperirea necesităților sale de bază*”<sup>54</sup>. El consideră că principala cauză a crizelor este “*inechitatea distribuirii bogăției în societate*”<sup>55</sup>, deoarece veniturile sunt repartizate inegal, însă acest punct de vedere poate fi combătut ușor deoarece echilibrul dintre cerere și producție nu este stabilit în funcție de repartizarea veniturilor.

**François Simiand**, reprezentant al liberalismului<sup>56</sup> e de părere că debutul capitalismului în secolul al XVI-lea a însemnat o perioadă de prosperitate, pe când secolul al XVII-lea a fost calificat drept „*o perioadă de regres, depresiune sau criză*”<sup>57</sup>.

**John Maynard Keynes** (întemeietorul curentului de gândire care avea să îi poarte numele și reprezentant al dirijismului economic) și **Marvin Lee Minsky** (reprezentant al post-keynesismului) consideră capitalismul, prin natura lui, ca fiind instabil și înclinat spre prăbușire, datorită instituțiilor sale. Keynes dă soluția salvatoare pentru ieșirea din Marea Criză Economică: intervenția statului în economie. Guvernul trebuie să creeze cerere acolo unde nu este, pentru a răsturna spirala ascendentă. Această intervenție a statului a fost propusă ca o măsură de urgență care să preîntâmpine o criză economică și mai adâncă<sup>58</sup>. Teoria keynesiană susține că fără o intervenție promptă, spirala descendenta se va amplifica, şomajul va crește, iar cererea agregată se va diminua. Propunerile lui Keynes constau în lucrări finanțate public, de mare anvergură care urmau să genereze nevoie de locuri de muncă.

---

<sup>54</sup> Sismondi, J.C.L., *Nouveaux principes d'économie politique: Ou de la Richesse dans ses Rapports avec la Population*. Translated and annotated by: John S. Vertegaal, p.48,  
<http://booksbysismondi.com/wp-content/books/nouveaux-principes-d-economie-politique-ingles-1y2.pdf>, accesat la 26.06.2018

<sup>55</sup> Popescu, Gh., 2004, *Evoluția gândirii economice*, Ediția a III-a revăzută, adăugită și actualizată, Editura Academiei Române, Editura Cartimpex Cluj, p.625

<sup>56</sup> Landry, A., 1935, *Annuaires de l'École pratique des hautes études*, p.5,

[https://www.persee.fr/doc/ephe\\_0000-0001\\_1935\\_num\\_1\\_1\\_3494](https://www.persee.fr/doc/ephe_0000-0001_1935_num_1_1_3494) accesat la 09.07.2018

<sup>57</sup> Wallerstein, E., 1993, *Sistemul mondial modern*, vol. III, Editura Meridiane, București, pg. 7

<sup>58</sup> Keynes, J.M., 2009, *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobanzii și a banilor*, Ed. Publica, București

**Marvin Lee Minsky** lansează ipoteza conform căreia economiile capitaliste sunt sortite eșecului deoarece ele au ca singur scop maximizarea profitului. În opinia lui, “*crizele financiare implică fie scăderi bruse ale prețurilor activelor financiare, eșecuri ale firmelor financiare și nonfinanciare, deflație sau dezinflație, perturbări ale pieței de schimb valutar, sau o combinație din toate acestea*,”<sup>59</sup>, pledând pentru un rol crescut al guvernului, pentru intervenția în economie, atunci când o criză finanțieră se produce în sens larg.

Caracteristica economiilor capitaliste o reprezintă, în accepțiunea lui Minsky fragilitatea finanțieră. După ieșirea din criză, investitorii se îndreaptă spre investițiile cele mai sigure, urmând ca pe măsură ce economia se stabilizează, să se orienteze spre plasamente speculative în vederea obținerii unui câștig mai ridicat. Această etapă a speculației este continuată până la un moment în care sunt împrumutate chiar și firmele care nu au o capacitate de plată corespunzătoare, dar se mizează pe rentabilitatea investiției. Se ajunge în situația în care împrumuturile nu mai pot fi achitate, încrederea investitorilor este zdruncinată, iar agenții economici care și-ar putea plăti ratele nu mai primesc împrumuturi, moment în care criza finanțieră se transformă într-o criză economică.

**Monetariștii Milton Friedman și Anna Schwartz** au asociat crizele finanțiere cu panica bancară. Ei acordă rolul de “creditor de ultimă instanță” băncii centrale, astfel încât panicile bancare și instabilitatea monetară să poată fi prevenite. Evenimentele care se manifestă prin scăderea bruscă a bogăției și a ofertei de bani sunt văzute ca fiind “*pseudo crize finanțiere*” și nu crize finanțiere reale, motiv pentru care ele nu necesită intervenția băncii centrale, aceste intervenții fiind considerate dăunătoare în astfel de cazuri. Nu putem fi de acord cu punctul lor de vedere, deoarece acesta se limitează doar la panicile bancare și la efectul lor asupra ofertei de bani.

Orice criză are un **caracter complex**, manifestându-se în producție, comerț și în sistemul monetar. Ca și predecesorul său **Thomas Tooke** reprezentant al Școlii Economice Clasice, **Clement Juglar** aprecia că, în esență, „*o criză comercială este*

---

<sup>59</sup> Mishkin, F. S., 1991, *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective, Financial Markets and Financial Crises*, R. Glenn Hubbard, ed., University of Chicago Press, <http://www.nber.org/chapters/c11483.pdf>, accesat la 02.03.2016, p.70

*totdeauna o criză monetară*”, deoarece se reflectă prin reducerea rezervelor de metale prețioase ale băncilor și dă semnalul unei explozii<sup>60</sup>.

**Economiștii Școlii Austriece** Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Murray Rothbard, sunt de părere că pentru a depăși criza, băncile și companiile supraîndatorate, trebuie lăsate să dea faliment, pentru a le permite celor puternice să prospere. Ei sunt de părere că tocmai excesul de legiferare a cauzat criza, arătându-se sceptici în ceea ce privește reglementarea. Dacă volumul datoriei publice crește devenind de nesușinut, generând deficite fiscale, guvernul va fi nevoie să majoreze rata dobânzii. Emisiunea de bancnotă va duce la inflație, generând o creștere economică nesănătoasă, asemănătoare cu stagflația. Această viziune este opusă gândirii lui Keynes care este de părere că, capitalismul poate fi stabilizat prin intervenția promptă a statului.

Considerăm că, pe termen scurt, soluțiile cele mai potrivite sunt reprezentate de un mix de politici între propunerile lui Keyens și cele ale Școlii austriece. Este de preferat împiedicarea colapsului sistemului finanțier prin acordarea de împrumuturi de ultimă instanță, injecții de capital, susținerea cererii agregate prin cheltuieli și diminuarea impozitelor.

Pe termen lung însă, austriecii au o viziune diferită. „*Depășirea crizei trebuie să aibă la bază reducerea nivelului datoriei*”<sup>61</sup>. Este de preferat falimentul băncilor și firmelor insolvente. La nivelul Uniunii Europene este nevoie de mecanisme de control mai stricte ale bugetelor statelor Uniunii la nivelul Comisiei Europene. Totodată este recomandabilă reformarea sistemului european de supraveghere financiară, precum și o reglementare mai strictă a creditului. Evitarea dezechilibrelor macroeconomice, o creștere sustenabilă precum și reformarea agenților de rating al creditelor, ar ajuta toate statele să aibă o economie mai sănătoasă.

---

<sup>60</sup> Popescu, Gh., 2004, *Evolutia gândirii economice*, editia III, Ed. Cartimpex, Cluj, p.509

<sup>61</sup> Bonta, L., 2012, *The current economic crisis. Measures and solutions*, Revista Economică, No.1/2012, Journal of economic-financial theory and practice,

<http://economice.ulbsibiu.ro/revista.economica/archive/suplimente/Volume1-2012.pdf> accesat la 20.05.2018

\*Articolul “*The current economic crisis. Measures and solutions*” a fost susținut în cadrul conferinței IECS 2012 și publicat în Revista Economică. O parte din ideile prezentate în acest articol sunt cuprinse în prezenta teză de doctorat.

Crizele nu au același efect asupra tuturor claselor sociale. Ele afectează în special categoriile defavorizate și creează inegalități sau le adâncesc pe cele existente. Cei care suportă pierderile sunt în general micii întreprinzători și oamenii de rând datorită diminuării veniturilor, creșterii inflației, pierderea locurilor de muncă , etc.

## **1.4. CAUZELE APARIȚIEI CRIZELOR**

### **1.4.1. MODIFICAREA CANTITĂȚII DE BANI AFLATĂ ÎN CIRCULAȚIE**

Istoria universală consemnează situații de criză economică, încă din Antichitate. Nici perioada Evului Mediu sau cea a Renașterii nu au fost ocolite de aceste fenomene. În perioada secolelor XVI-XXI societatea și economia s-au aflat într-un amplu proces de dezvoltare. În acest context, și perioadele de criză au devenit nu doar mai frecvente, ci și cu consecințe mai ample.

Pentru a putea înțelege efectele pe care le-au provocat și încă le mai provoacă, crizele economice trebuie analizate în concordanță cu etapele istorice în care s-au manifestat, atât la nivel microeconomic cât și macroeconomic deoarece traectoriile lor sunt coerente, iar rezultatele lor sunt previzibile.

Primele probleme au fost observate încă din timpurile în care comunitățile umane au început să prospere și a apărut surplusul de produse alimentare. Mai multe grâne, mai multe animale domestice aflate în proprietatea comunității, au dus la formarea unui surplus care a ajuns, treptat, să diferențieze membrii societății, generând acumularea de bogăție în cadrul unei clase sociale, care treptat, a pus stăpânire pe cea mai mare parte din acest surplus. Împreună cu persoanele importante din comunitate, această clasă socială a constituit o castă separată, care a deținut puterea economică și, implicit, și pe cea politică.

Surplusul de produse a dus la apariția schimbului între comunități și la nevoie de a se evalua produsele, pământurile, construcțiile sau sclavii. Apar banii ca echivalent al schimbului. La început, aceștia au îmbrăcat forma vitelor sau a grânelor. Aceaste prime forme de etalon al schimbului aveau câteva inconveniente: :

- erau greu de stocat într-un spațiu mic;

- erau perisabile deoarece grânele se degradeaza în timp, iar animalele se pot îmbolnăvi sau muri;
- erau imposibil de controlat deoarece oricine putea să producă alte grâne sau să crească alte vite și prin acest lucru să “fabrice” bani.

Pentru a realiza tranzacții cu bunuri necesare acoperii trebuințelor, triburile africane au început un proces al schimburilor sub forma unui joc. Mai întai primul trib ducea produsele într-un anumit loc, după care se retrageau. Membrii altui trib veneau și lăsau în același loc produsele de schimb, după care se retrageau. Primul trib venea pentru a vedea marfa adusă, iar dacă erau mulțumiți, schimbul era realizat. Dacă considerau că produsele nu sunt suficiente, se retrageau, urmând ca al doilea trib să aducă produse suplimentare. Acest lucru se repeta până la realizarea schimbului<sup>62</sup>.

*„Ciobanii din Mesopotamia, în locuri organizate, schimbau turme de oi pentru grâne”*<sup>63</sup>. Fenicienii, asirienii și cartazienii, sunt cei care introduc ca măsură de valori a schimbului, banii, „transmitând urmașilor o întreagă organizare a schimbului de mărfuri, de la care se adapă făuritorii comerțului de mai târziu”<sup>64</sup>. La momentul respectiv piața constă în schimburile directe de mărfuri dintre indivizi denumite și „barter”, schimburi care erau considerate benefice de ambele părți. Dar și acest tip de schimburi are limitări deoarece un individ să ar putea să dorească să cumpere de la un altul un anumit bun, însă marfa pe care o deține să nu fie pe placul celuilalt participant la schimb. Se folosește o soluție de compromis în care unul dintre cei doi participanți la tranzacție va utiliza bunul obținut în urma schimbului spre a-l vinde unei terțe persoane, apărând astfel schimbul indirect.

Există și situații în care bunul deținut este evaluat la o valoare mare, iar proprietarul său dorește să obțină în schimbul lui bunuri de consum, de o valoare mai mică. Murry Rothbard ne dă ca exemplu un individ care în schimbul tractorului pe care îl deține dorește să obțină bunuri pentru autoconsum: unt, pâine, etc. El ar trebui să găsească un alt individ care să-i pună la dispoziție toate bunurile de care are nevoie, lucru destul de dificil de realizat. Varianta pe care o are este de a obține o cantitate foarte mare din unul sau mai multe produse ce le va folosi ulterior în procesul de schimb pentru a obține

---

<sup>62</sup> Murgu, N & all, 1982, *In zgromotul bursei*, Ed. Albatros, Bucuresti, p.2

<sup>63</sup> Ibidem, p.3

<sup>64</sup> Ibidem, p.3

bunurile de care are nevoie, angajându-se într-un proces de schimb indirect<sup>65</sup>.

În condițiile în care nu reușea să schimbe la rândul său marfa pentru bunul de care avea nevoie, individual îl schimba cu un bun de valoare mai mică, pentru a nu rămâne cu întreg volumul de marfă, înregistrând o pierdere în schimbul respectiv. Dacă situația se repetă pentru o cantitate mai mare de marfă și la nivelul mai multor indivizii, aceștia vor intra în faliment, generându-se astfel o criză. Având în vedere aceste inconveniente, s-a trecut de la “moneda marfă” la moneda reprezentată de metalele prețioase, fiind considerate cele mai potrivite pentru realizarea schimbului.

Moneda a apărut de timpuriu, ca etalon al schimbului, sub forma metalelor prețioase care au devenit un mijloc de plată important datorită caracteristicilor pe care le au:

- resursele de metale sunt limitate și se obțin cu greutate deoarece trebuie extrase din pământ;
- pot fi divizate în bucăți mici;
- se pot stoca ușor datorită volumului mic și a faptului că nu se degradează;
- încorporează o valoare mare într-un volum mic, fiind prețuite pentru frumusețea lor.

S-a observat însă că și în cazul metalelor prețioase, proprietarii minelor erau cei care dețineau controlul asupra masei monetare. S-a făcut astfel trecerea de la moneda marfă sub forma minereurilor de metale prețioase la moneda cu valoare intrinsecă, moneda metalică.

După apariția metalelor prețioase ca mijloc de schimb, dările către suveran erau achitate doar în aur și argint. Regele avea puterea supremă și controla rezerva de aur, demonstrând că prin influența sa asupra asupra volumului rezervelor metalelor prețioase poate influența masa monetară. Situația actuală poate fi asemănătă cu acea perioadă, cu mențiunea că rolul regelui este înlocuit acum de băncile centrale și alte organisme financiare internaționale.

Regii au observat că pot impulsiona procesul economic prin cucerirea unor teritorii

---

<sup>65</sup> Rothbard, M., 1994, *The Case Against the FED*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp.17-25, [https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed\\_2.pdf](https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed_2.pdf) accesat la 24.07.2018

bogate în aur și argint pe care să îl transforme ulterior în monedă, crescând astfel masa monetară. Această constatare a dus la denominarea forțată a monedei. Conducătorii au început să bată monede din aur amestecat cu argint sau alte metale, ajungând ca monedele să fie realizate și din metale comune, apărând astfel prima monedă fără valoare instrinsecă, moneda fiduciară. Moneda fiduciară mai este denumită și monedă scripturală sau moneda bancară. O data cu apariția acesteia, expansiunea creditului este mult mai ușoară.

O dată cu apariția băncilor private, a depozitelor la termen și la vedere, a împrumuturilor purtătoare de dobândă<sup>66</sup>, acestea dețineau ca rezerve valoarea integrală a depozitelor, putând în orice moment pune la dispoziția deponentului suma depusă de acesta. Inițial, depozitele la vedere erau privite drept sume de bani pentru care deponentul nu primea nici o dobândă, iar depozitele la termen erau percepute ca un credit acordat băncii, credit purtător de dobândă. Din aceste sume pe care le deține, banca acordă credite populației, întreprinzătorilor dar și guvernelor.

În timp, dorința bancherilor de a se îmbogați a dus la acordarea creditelor inclusiv „*din depozitele la vedere*<sup>67</sup>... dând naștere activității bancare cu rezervă fracționară<sup>68</sup>”, și generând o creștere artificială a ofertei de monedă. Practic valoarea rezervelor era diminuată. S-a observat că această practică generează creștere economică, însă deoarece băncile nu mai dețin resursele necesare pentru a returna sumele deponenților, acestea pierd încrederea populației. Falimentul băncilor respective este imminent, manifestându-se prin contracția ofertei de monedă și generând o criza bancară, dar totodată și o criză de încredere. Raymond Bogaert citat de Huerta de Soto<sup>69</sup>, menționează că 93 de bănci din cele 163 atestate în Venetia în secole XIV – XV au dat faliment.

Au existat situații în care aceste credite au fost acordate autorităților, finanțându-se datoria publică. În situația în care acestea nu mai reușeau să-și achite împrumuturile, pe fondul panicii create în rândul deponenților, a apărut criza cu repercușiuni în economia

<sup>66</sup> Florența este cunoscută ca locul „*industriei bancare incipiente*”. Huerta de Soto

<sup>67</sup> Depozitele la vedere sunt depozite care pot fi retrase oricând la solicitarea deponentului, fară a fi purtătoare de dobândă

<sup>68</sup> Huerta de Soto, J., (2010), *Moneda, creditul bancar și ciclurile economice*, Ed. Univ. Alexandru Ioan Cuza, Iasi, p. 101

<sup>69</sup> Idem, 101

reală.

Ulterior, băncile au fost înființate și de către autoritățile publice, acestea purtând denumirea de bănci municipale sau guvernamentale precum „Banca de depozit din Barcelona”, care avea ca scop utilizarea banilor din depozite în vederea finanțării cheltuielilor statului<sup>70</sup>.

O dată cu înființarea Băncii din Stockholm, Riksbank, care a fost naționalizată de către autoritățile din Suedia în anul 1668, au apărut băncile centrale moderne, care aveau ca principal rol „*să ofere bancherilor întreaga lichiditate de care aceștia aveau nevoie pe parcursul etapelor recurente de criză, cauzate chiar de instabilitatea sistemului cu rezervă fracționară*”<sup>71</sup>. Încă de la început băncile centrale au fost gândite să acționeze ca și „creditor de ultimă instanță”. Murray Rothbard precizează în lucrarea sa „*The Case Against the FED*” faptul că J.P. Morgan a fost de accord cu crearea unei bănci centrale<sup>72</sup> deoarece a avut un exemplu concret referitor la modul în care banca centrală poate ajuta la salvarea unei bănci private. Banca privată londoneză „*George Peabody and Company*” la care tatăl sau a fost partener a fost salvată în timpul Panicii din 1857 de către Banca Angliei prin acordarea unui împrumut de urgență<sup>73</sup>.

Crizele pot fi generate de mai multe cauze. Expansiunea creditului ne face să credem că valoarea disponibilă a banilor din economie este mult mai mare decât în realitate. În fază de expansiune, dobânzile pentru împrumuturile acordate sunt mici, creditele sunt obținute facil, creând un mediu propice pentru angajarea investitorilor în proiecte al căror cost nu îl estimează corespunător, banii pe care ii dețin sau pe care reușesc să îi împrumute sunt insuficienți, iar proiectul rămâne neterminat. Ludwig von Mises ne dă ca și exemplu pentru această situație eroarea pe care ar face-o un constructor în momentul în care calculează volumul materialelor pe care le deține pentru construirea unei case. Dacă calculele sale ar fi eronate și volumul materialelor i-ar ajunge doar pentru finalizarea fundației, ar fi nevoie să lase casa neterminată. În această situație ne

---

<sup>70</sup> Idem, 179

<sup>71</sup> Idem, 180

<sup>72</sup> Federal Reserve System

<sup>73</sup> Rothbard, M., 1994, *The Case Against the FED*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, p.98, [https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed\\_2.pdf](https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed_2.pdf) accesat la 24.07.2018

confruntăm cu o criză de supraconsum sau economisire insuficientă, aşa cum consideră şi Friedrich Hayek<sup>74</sup>. Criza este însotită de contracţia creditului, diminuarea volumului activităţilor, scăderea producţiei, şomaj, diminuare a salariilor.

Crizele pot să apară şi în diferite sectoare ale industriei, în situaţia în care se produce mai mult decât se cumpără şi se consumă, când oferta disponibilă pentru bunul respectiv este mai mare decât cererea<sup>75</sup>.

Printre premisele crizelor se află şi situaţiile neprevăzute precum războaiele, care determină o încetinire a activităţii economice. Bunurile se află în cantitate limitată, iar datorită acestui fapt cresc preţurile, generând inflaţie, ca unul dintre factorii favorizaţi în anumite circumstanţe, a apariţiei crizelor.

Istoria ne demonstrează că de cele mai multe ori, crizele apar după perioade de creştere economică, când atât autoritaţile cât şi populaţia de rând este încrezătoare că economia se va dezvolta în continuare, urmând o evoluţie crescătoare.

Premisele care stau la baza generării crizelor sunt multiple. Crizele pot apărea şi datorită inovaţiilor din domeniul tehnologiilor, care generează creare de plusvaloare dar şi surplus de produse care poate să conducă la crize de supraproducţie.

Opus situaţiei de mai sus, diminuarea volumului investiţiilor cumulată cu diminuarea consumului pot conduce la apariţia crizelor deoarece piaţa muncii se reduce, nivelul salariilor este diminuat, veniturile sunt insuficiente pentru a duce o viaţă decentă. Această perioadă este însotită şi de îngrădirea accesului la creditare, datorită unor condiţii mai restrictive şi a ratelor ridicate ale dobânzii.

Situaţia în care moneda naţională este supraapreciată, fără ca evoluţia acesteia să fie bazată pe câştiguri reale din productivitate sau fără ca preferinţa să se schimbe pentru moneda de economisire, poate genera o criză valutară. Aceste crize au existat la nivelul

---

<sup>74</sup> Huerta de Soto, J., 2010, *Moneda, creditul bancar şi ciclurile economice*, Ed. Univ. Alexandru Ioan Cuza, Iasi, p. 393

<sup>75</sup> Apud, Hayek, F., 2008, Prices and Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, p.178, <http://www.hayek.sk/wp-content/uploads/2012/12/hayekcollection.pdf> accesat la 24.07.2018

sistemului monetar internațional atât în timpul aplicării parității fixe a cursului de schimb, când sistemul de la Bretton Woods era încă în vigoare, cât și ulterior după ce s-a trecut la cursurile de schimb flotante. Un exemplu de o astfel de criză este Criza valutară din Mexic din perioada 1994-1995. De cele mai multe ori crizele valutare sunt însoțite de crize bancare sau crize financiare, precum a fost cazul Argentinei în perioada 2001-2002.

Creșterea masei monetare se poate realiza cu o mai mare ușurință în cazul deschiderii unui depozit, suma depusă poate fi utilizată de bancă pentru acordarea de credite. Prin acordarea unui credit, pe de o parte cresc activele băncii respective cu valoarea creditului acordat, iar pe de altă parte cresc pasivele băncii prin punerea la dispoziția beneficiarului a banilor din credit, în contul curent, creând astfel un nou depozit la vedere. Acest mecanism poate genera o criză de lichiditate în situația în care banca acordă credite cu mult peste capacitatea sa de rambursare a depozitelor. Criza de lichiditate se instalează în momentul în care banca nu dispune de suficiente lichidități pentru a acoperi cererea deponenților de a-și transforma depozitele în numerar.

Stefan Ingves, guvernatorul Băncii Centrale a Suediei ne confirmă faptul că „*doar 13% din tranzacțiile din Suedia se realizează prin intermediul numerarului*”<sup>76</sup>, restul tranzacțiilor realizându-se prin intermediul cardurilor de debit, cardurilor de credit, viramentelor sau tranzacțiilor electronice.

Moneda electronică a creat mediul și pentru apariția instrumentelor financiare inovative care duc la expansiunea creditului și influențează masa monetară. Bancherii dar și societățile financiare non-bancare au găsit modalități noi de multiplicare a banilor. Ei au născocit diverse instrumente financiare prin intermediul cărora transformau activele nelichide în active tranzacționabile, transferându-și riscul și obținând un venit imediat. În capitolul aferent crizei din perioada 2007-2009 voi analiza acest subiect al creditelor securitizate și a modului în care produsele financiare inovative precum derivatele financiare conduc la declanșarea unei crize.

---

<sup>76</sup> FMI, 2018, *Money, Transformed. The future of currency in a digital world*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2018/06/pdf/fd0618.pdf> accesat la 27.07.2018

Pe lângă moneda electronică clasice pe care o putem utiliza prin intermediul conturilor curente și implicit a băncilor, au apărut și criptomonedele. Acestea monede sunt utilizate sub forma unor mijloace de tranzacționare fără intermediari și care nu se supun reglementărilor băncii centrale, lucru care ar putea cauza în viitor o criză.

În ultima perioadă criptomonedele au câștigat teren în fața monedelor clasice în special datorită faptului că nu implică și o bancă în realizarea tranzacțiilor, fiind eliminate comisioanele de tranzacționare care sunt semnificative. O dată cu criza bancară din Cipru din anul 2013, când depozitele negarantate au fost utilizate în vederea susținerii băncilor aflate în pragul falimentului, criptomoneda a primit o și mai mare atenție din partea publicului, acesta conștientizând existența unei nesiguranțe în tranzacționare care se răsfrângă și asupra sistemului tradițional clasic.

Criptomoneda este mai volatilă decât moneda clasica și pentru moment, modul său de funcționare este înțeles doar de un număr restrâns de persoane. Populația este sceptică și datorită faptului că nu implică statul ca garant al circulației monetare.

#### **1.4.2. COMPORTAMENTUL ECONOMIC SPECULATIV**

De-a lungul timpului, economia lumii a fost traversată de numeroase perioade de criză, care s-au dezvoltat ciclic. Aceste crize pot fi împărțite în două categorii: crize ale economiei naturale și crize ale economiei de piață.

Economia naturală a predominat până în sec. al XVII-lea, având o activitate ciclică, fie datorită fenomenelor naturale deosebite precum inundații, secetă, cutremure, fie datorită unor evenimente politice, sociale și militare, războaie sau epidemii. Principalele cauze ale crizelor economiei naturale sunt generate de volumul producției bunurilor și cantitatea de utilități disponibile, care sunt inferioare nevoilor de consum. Soluția depășirii crizei economiei naturale este sporirea producției, pe când în economia de piață, rentabilizarea producției reprezintă măsura ce trebuie adoptată în vederea ieșirii din criză<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Popescu, Gh., 2004, *Evoluția gândirii economice*, Ediția a III-a revăzută, adăugită și actualizată, Editura Academiei Române, Editura Cartimpex Cluj, p.243

Deoarece în această teză ne dorim să studiem în profunzime subiectul crizelor economice, trebuie să acordăm o atenție deosebită speculațiilor<sup>78</sup> de pe bursele de mărfuri și valori. Pentru a înțelege modul de formare al speculațiilor, dezvoltarea lor pe anumite piețe, dar și ce efecte pot avea asupra economiei și asupra calității vieții oamenilor, vom analiza crizele economice din secolele XVII și XVIII pe care le consider cele mai reprezentative pentru această lucrare și anume Criza bulbilor de lalea și Crizele companiilor South See și Mississippi.

Charles P. Kindleberger, în cartea sa „Manias, Panics, and Crashes” definește balonul speculativ ca fiind „*o traекторie de modificare nesustenabilă a prețurilor și a luxurilor de numerar*”<sup>79</sup>.

Termenul „balon” a fost tot mai des utilizat în perioada crizei din 2007-2009 sub diferite forme: „economic bubble” sau termeni similari, precum: „speculative bubble”, „market bubble”, „asset-price bubble”, „financial bubble”, ori „speculative mania”. Ben Bernanke menționează că din punct de vedere economic nu se poate da o definiție exactă a balonului speculativ, însă termenul se referă în majoritatea cazurilor la „*situatie în care investitorii licitează prețul unei clase de active cu mult peste valoarea sa fundamentală, așteptând să revină la un preț mai mare mai târziu*”<sup>80</sup>.

Aceste baloane speculative sunt greu de identificat înainte de a se declanșa, tocmai de aceea investitorii sunt surprinși în momentul în care acestea se „sparg”, iar efectele lor au reperecusiuni asupra întregii economii. Referitor la valoarea activului care declanșează balonul speculativ, Ben Bernanke afirmă că nu se cunoaște valoarea fundamentală a unui activ deoarece aceasta depinde de nenumărați factori printre care și de evoluția economiei în viitor. O altă critică pe care el o aduce acestei definiții este

---

<sup>78</sup> Speculațiile s-au realizat prin intermediul activelelor care pot fi atât active tangibile precum bunurile materiale care au îmbrăcat forma bulbilor de lalea în perioada Crizei lalelor, sau imobiliarele în perioada crizei din 2007-2009 cât și a activelor financiare precum cele utilizate pe parcursul crizelor companiilor South Sea și Mississippi sau a crizei din perioada 2007-2009.

<sup>79</sup> Kindleberger, C., Aliber, R., 2005, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Ediția V, p.1, [http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf](http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf) accesat la 24.07.2018

<sup>80</sup> Bernanke, B., 2015, *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, Norton, p.71, <http://oceanofpdf.com/pdf-ebook-the-courage-to-act-a-memoir-of-a-crisis-and-its-aftermath-download/>, accesat la 17.07.2018

dată de acțiunea politicii monetare, care “nu poate fi direcționată către o singură clasă de active, lasând neatinse alte piețe financiare și economia în sens larg”<sup>81</sup>. Cu toate acestea, băncile centrale au la dispoziție instrumente pentru combaterea baloanelor speculative precum o reglementare mai precisă sau o supervizarea adecvată a băncilor.

Criza bulbilor de lalea, cea a companiilor South Sea și Mississippi, sunt exemple de baloane economice, pe care le voi analiza în cele ce urmează. Acestea sunt primele baloane speculative atestate istoric și sunt similare cu balonul imobiliar care a dus la apariția crizei globale din perioada 2007-2009. Aceste „economic bubbles” sunt o caracteristică a economiilor de piață.

## 1.5. CRIZA BULBILOR DE LALEA

Începând cu secolul XVII, odată cu instalarea Olandei „în rolul de motor capitalist al lumii”<sup>82</sup>, apare un nou tip de factor declanșator al crizei: „balonul speculativ”. Cea mai mare parte din crizele ce au urmat acestei perioade au început cu un balon speculativ în care prețul unui activ a crescut mult peste valoarea sa. Urmează o perioadă de acumulare excesivă de datorii, deoarece investitorii și populația, în dorința de a se îmbogăți rapid și pentru a profita de boom, se împrumută peste capacitatele lor de rambursare.

Ajungem în situația în care ne confruntăm cu o creștere exagerată a ofertei de credit. Când oferta pentru activul artificial mărit depășește cererea, balonul încetează să se mai umfle, investitorii nu mai au încredere că prețurile vor continua să crească, iar împrumuturile vor fi obținute mai greu. La un moment dat balonul se sparge, se instalează neîncrederea și apare criza. Baloanele speculative pot porni de la multiple cauze, unele cu caracter pur speculativ - prețul unor active tangibile sau a unor titluri de valoare, altele cu un caracter inovativ cum ar fi o inovație tehnologică importantă listată la bursă sau lansată pe piață <sup>83</sup>.

Unul din cele mai cunoscute cazuri de comportament economic speculativ este

---

<sup>81</sup> Idem, p.2

<sup>82</sup> Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București, p.45

<sup>83</sup> Ibidem, p.39

„Tulipmania”<sup>84</sup>, care a devenit o metaforă în domeniul economic și este definită de Guillermo Calvo ca reprezentând “*situatia în care unele prețuri se comportă într-un mod care nu pare să fie pe deplin explicabil prin fundamentele economice*”<sup>85</sup>.

La începutul anilor 1600 bulbii de lalea erau cultivați și comercializați doar de către horticului, cunoscători ai acestor flori. Totul a început din dorința ducesei de Olanda de a realiza cea mai frumoasă și mai mare grădină de lalele. Deoarece în acea perioadă în Olanda nu se găseau lalele, iar aceste flori nu se puteau înmulții prin semințe, s-a apelat la importurile de bulbi de lalea. Comerțanții au sesizat o modalitatea de îmbogațire rapidă prin comercializarea acestor flori, observând că prețul era foarte ridicat pentru unele specii de bulbi de lalea.

Popularitatea laleelor a crescut tot mai mult, ajungând un bun de lux, dar și un simbol al statutului social. „*Un negustor din Harlaem era cunoscut că a plătit pe o singură rădăcină, jumătate din avere sa, nu pentru a-l vinde cu profit, ci pentru a-l păstra și a-l admiră*”<sup>86</sup>. Lalelele erau aduse din Constantinopol, iar până în anul 1634, orice om bogat care se respecta s-a văzut nevoit să dețină astfel de flori. “*Era considerat de prost gust, ca un om bogat să nu aibă o colecție de lalele*” specifică Charles Mackay, în cartea sa “*Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*”<sup>87</sup>.

Dacă la început totul mergea conform unui model, la fel ca și în criza imobiliară, prețul activului fiind unul rezonabil, existând un echilibru între cerere și ofertă, ulterior prețul bulbilor de lalea a crescut uimitor de mult. Dorința de a deține astfel de flori a devenit atât de mare încât lalelele au început să fie comercializate până și de oamenii de rând, care plăteau niște prețuri absurde pentru ele. Olandezii au neglijat industria țării, au început să-și vândă proprietățile la prețuri derizorii, păturile sărace ale societății angajându-se și ele în comerțul cu lalele, din dorința de a-și depăși condiția.

<sup>84</sup> Cuvântul lalea provine din limba turcă și semnifică turban, fiind introdus în vestul Europei pe la mijlocul secolului XVII, când aceste flori au fost văzute într-o grădină din Augsburg, aparținând lui Counsellor Herwart, un om cunoscut pentru colecția sa de rarități.

<sup>85</sup> French, D.E., 1992, *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, First edition, Ludwig von Mises Institute, [www.mises.org](http://www.mises.org), p.11

<sup>86</sup> Mackay, C., 2008, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, republicat în 2008 de EBook, p.51, <http://www.gutenberg.org/files/24518/24518-h/24518-h.htm> accesat la 10.06.2018

<sup>87</sup> Ibidem, p.51

În acea perioadă bulbii de lalea au contactat un virus, numit “mosaic”, care făcea ca petalele florilor de lalea să aibă niște pete colorate, ceea ce a sporit interesul comercianților. Bulpii care costau 1-2 guldeni<sup>88</sup> ajunseseră în numai câteva luni să fie vânduți chiar și cu 100 de guldeni. Proprietarul lor se schimba de mai multe ori, până floarea ajungea să înflorească pentru prima dată. Pe măsură ce mania deținerii de bulbi de lalea s-a dezvoltat, prețul laleelor a urcat simțitor. În anul 1635 un grup de oameni investiseră 100.000 de guldeni în 40 de bulbi. Ulterior aceste lalele au început să se vândă la greutatea lor, măsurată în perits<sup>89</sup>. O lalea din specia Semper Augustus, ce căntărea 200 perits, valora 5.500 guldeni în anul 1637, fiind considerată a fi foarte ieftină. Prețul acestui soi de lalele a crescut de la 1.000 guldeni în 1623 la 5.500 guldeni în 1637<sup>90</sup>.

Creșterea prețului a fost și rezultatul unor politici de guvernare care au crescut cantitatea de bani și au creat un mediu propice pentru speculații și investiții nefondate. În perioada 1634-1637 când s-a dezvoltat criza laleelor, masa monetară a crescut datorită mărfurilor importate din America, dar și datorită emiterii libere a monedelor. Conform teoriei austriice sporirea masei monetare duce la apariția crizelor, prin urmare putem considera că Tulipmania s-a declanșat și pe fondul creșterii masei monetare, însă această creștere a continuat și după criza laleelor<sup>91</sup>, aşa cum rezultă și din tabelul de mai jos.

**Tabel nr.4 Creșterea masei monetare în perioada 1628-1642, în guldeni**

Perioada	Aur	Argint	Cupru	Total
1628-29	153,01	2,643,732	4,109	2,800,851
1630-32	364,414	8,838,411	6,679	9,209,503
1633-35	476,996	16,554,079	-	17,031,075
1636-38	2,917,826	20,172,257	-	23,090,083

<sup>88</sup> Guldenul - moneda olandeză din perioada respectivă

<sup>89</sup> Perits - unitate de măsură a greutății bulbilor de lalea, greutate care era mai mică decât o granulă

<sup>90</sup> Garber, P., 2000, *Famous First Bubbles*, The MIT Press, London, England, p. 5, <https://www.uv.mx/personal/clelanda/files/2013/02/Garber-2000-Famous-first-bubbles.pdf>, accesat la 23.07.2018

<sup>91</sup> French, D.E., 1992, *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, First edition, Ludwig von Mises Institute, <https://mises.org/library/early-speculative-bubbles-and-increases-supply-money>, p.29

1639–41	2,950,150	8,102,988	-	11,053,138
1642–43	2,763,979	1,215,645	47,834	4,027,458

Sursă: prelucrare autor după French, D.E.<sup>92</sup>

Tabelul de mai sus arată creșterea explozivă a ofertei de bani în perioada 1630-1638.

În această perioadă volumul depozitelor a crescut de la cinci milioane de florini la opt milioane de florini, înregistrând o creștere cu 60%. Acest lucru s-a datorat comerțului sporit, monedei libere, dar și dorinței Băncii din Amsterdam de a-și atrage o cantitate cât mai mare de monede și lingouri de metal prețios din toată lumea.

Conform teoriei școlii austriece a lui Friedrich August von Hayek, Ludwig von Mises și mulți alții, creșterea masei monetare realizată prin intervenția guvernului va genera o diminuare a ratelor dobânzilor sub rata naturală, practic se va realiza o creștere artificială a masei monetare. Investitorii vor utiliza creditele contractate în această perioadă pentru a investi în „bunuri de ordin superior”, precum a fost cazul bulbilor de lalea. Deoarece creșterea nu este generată de o cerere reală sustenabilă, la un moment dat balonul se sparge, apărând criza<sup>93</sup>.

Teoria austriacă își are propriile limite. Întradevăr, masa monetară poate fi un factor important în declanșarea crizelor, însă pentru această perioadă la care ne raportăm nu poate fi singurul factor declanșator. În opinia mea, factorul decisiv al declanșării acestei crize a fost dorința de îmbogățire rapidă a indivizilor. Creșterea prețului bulbilor de lalea s-a bazat pe speculația oamenilor de a obține profit într-un mod cât mai ușor și nu pe proprietățile esențiale ale bulbilor.

Sediul principal al activității speculative era constituit în Amsterdam, Utrecht, Horn Rotterdam, Enkhuisen, Alkmaar, Leyden, Haarlem, Vianen și Medenblick. La un moment dat, speculația a ajuns atât de departe, încât pe piață au început să fie tranzacționați bulbi care nu existau fizic și urmău să fie scoși din pământ abia vara următoare. Speculațiile au fost foarte intense. Apogeul a fost atins în momentul în care

---

<sup>92</sup> Idem, p.29

<sup>93</sup> Ibidem, p.9

valoarea unui singur bulb era echivalentul unei case sau proprietăți<sup>94</sup>. Preoții și profesorii de etica din acele timpuri au încercat să oprească aceste speculații, iar reprezentanții guvernului au introdus legi împotriva speculei, însă situația scăpase deja de sub control.

Cum acest comportament nu putea dura la nesfârșit, iar prețurile care urcă, ajung într-un punct din care trebuie să coboare, inevitabilul s-a produs. Cheltuielile de subzistență, prețul imobilelor și al altor bunuri de lux au înregistrat un trend ascendent. În 1637, oamenii bogați au început să nu mai cultive lalelele în grădini și doreau să le vândă pentru a-și recupera banii. Prețul florilor a început să scadă datorită unui grup de comercianți care nu a putut obține sumele de bani cerute pentru vânzarea bulbilor. Mare parte din comercianți au realizat în acel moment că prețul laleelor era „artificial”, iar valoarea lor era trecatoare.

Toate acestea au creat panică printre speculatorii dornici să-și încaseze profitul, astfel încât a fost necesară intervenția guvernului, pentru a restabili liniștea. Economia reală a avut cel mai mult de suferit. Există nevoie semnificativă pentru lichiditate iar investițiile private scăzuseră dramatic. Cu toate acestea, statul nu a putut face prea multe. Judecătorii au refuzat în unanimitate să intervină deoarece aceste tranzacții au fost considerate similare cu jocurile de noroc, iar „*datorii contractate la jocuri de noroc nu au fost datorii de drept*”<sup>95</sup>.

Mulți nobili, negustori și comercianți au fost ruinați, iar printre ei s-au aflat și mulți oameni de rând, care și-au pierdut toată averea. Cu toate acestea, chiar și în 1640 când criza laleelor deja trecuse, varietatea de lalea Semper Augustus, încă ajungea la 1.200 de guldeni<sup>96</sup>.

Declanșarea și desfășurarea acestei crize este similară cu criza economică globală din perioada 2007-2009. În figura de mai jos regăsim o prezentare schematică a asemănărilor și deosebirilor dintre Criza bulbilor de lalea și Criza Economică din

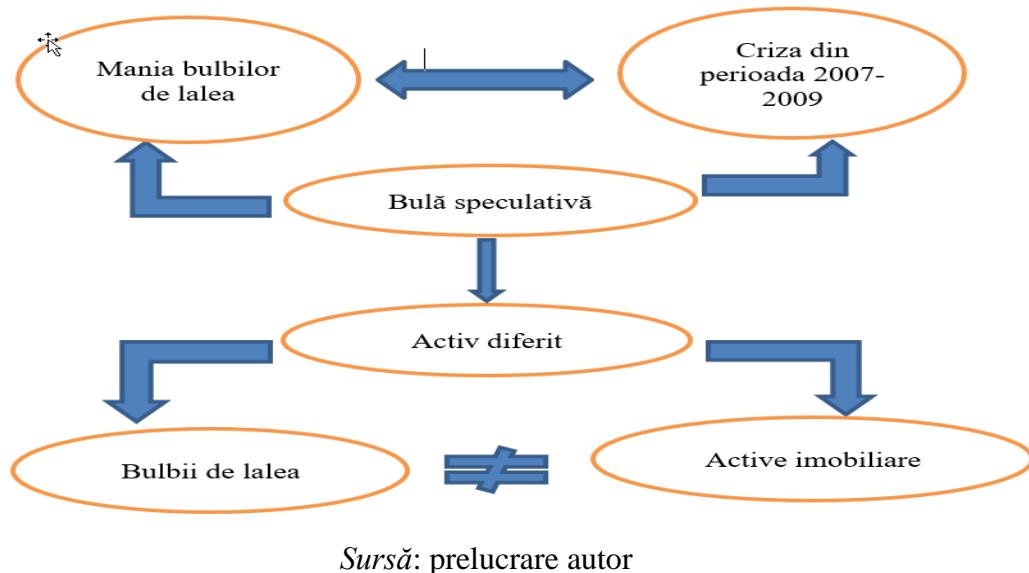
<sup>94</sup> Garber, P., 1989, *Tulipmania*, Journal of Political Economy 97, pp.535-560, <https://ms.mcmaster.ca/~grasselli/Garber89.pdf> accesat la 23.07.2018

<sup>95</sup> Mackay, C., 2008, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, republicat în 2008 de EBook, p.54

<sup>96</sup> [http://www.gradinamea.ro/Istoria\\_laleelor\\_3798\\_588\\_1.html](http://www.gradinamea.ro/Istoria_laleelor_3798_588_1.html) , accesat la 20.07.2018

perioada 2007-2009.

**Fig.6 Criza bulbilor de lalea versus Criza economică din perioada 2007-2009**



În perioada economică pe care SUA a traversat-o înainte de 2007, prețul activelor imobiliare a crescut foarte mult, ducând la apariția balonului imobiliar. Aceste „economic bubble” de la nivelul pieței imobiliare, volumul extrem de mare al creditelor imobiliare acordate populației împreună cu *“incapacitatea de adaptare a salariilor la evoluția productivității”*<sup>97</sup> au generat dezechilibre. După o creștere artificială a prețurilor imobilelor balonul s-a spart, iar prețul locuințelor a început să coboare, valoarea garanției ne mai acoperind valoarea împrumutului contractat pentru achiziționarea imobilului. Sunt de părere că aceste două perioade de criză sunt similare, ambele fiind declanșate de un balon speculativ, diferența făcând-o activul de la care a pornind totul.

## 1.6. SOUTH SEA BUBBLE ȘI MISSISSIPPI BUBBLE

Economia secolului al XVIII-lea a fost dominată de același tip de fenomen speculativ atât în Marea Britanie cât și Franța. În această perioadă activul de la care au pornit speculațiile a fost reprezentat de acțiunile corporațiilor South Sea și Mississippi cu sediul în Statele Unite.

<sup>97</sup> Comisia Europeană, 2011, *Raport macroeconomic. Analiza anuală a creșterii*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52011DC0011> accesat la 25.07.2018

Secolele al XVII-lea și al XVIII-lea au fost predispușe speculațiilor financiare, în care grupuri restrânse de persoane influente, au ajuns să aibă acces la noi tehnici introduse în agricultură, zootehnie, inovații în domeniul transporturilor și telecomunicațiilor. Două afaceri speculative de proporții au fost cele ale lui John Law și ale lui Robert Harley, afaceri care au afectat economiile Franței și Marii Britanii. America de Nord și America de Sud au reprezentat un loc ideal pentru aceste state de a scăpa de datoriile de război din anii 1701-1714 și de a le transfera spre sectorul privat.

Statul francez, fiind îndatorat în urma războaielor, și-a cedat privilegiile comerciale companiei Mississippi, pentru a-și putea plăti datoriile cu banii primiți. Compania Mississippi controla „*câteva societăți comerciale, monetăria națională, banca națională, întreaga datorie de stat a Franței și, ca să fie treaba treabă, mare parte din teritoriul care avea să devină Statele Unite*”<sup>98</sup>.

În Marea Britanie, balonul speculativ a avut în centrul său societatea South Sea înființată în 1711 de catre Robert Harley, care obținuse după războiul de succesiune din Spania, drepturi exclusive pentru comerțul cu America Latină, deși în acel moment avea doar doi ani de activitate. „*Nelăsându-se mai prejos, britanicii s-au molipsit și ei de microbul prosperității efemere*”<sup>99</sup>.

La fel ca Mississippi pentru Franța, South See, s-a angajat să finanțeze datoria publică a Marii Britanii, pentru o dobândă de 6% pe an. Acest lucru s-a datorat și faptului că obținuse „*monopolul comerțului cu mările sudului*”<sup>100</sup>, prețul acțiunilor sale înregistrând un trend crescător la bursă. Cererea de acțiuni a început să crească, speculându-se că valoarea acestora va înregistra o evoluție ascendentă. Speculațiile cu acțiunile acestei companii au dus la apariția unor noi instrumente financiare. Prețul acțiunilor a crescut surprinzător cu până la 1000%, însă ulterior prețul acestora a început să scadă. Piața bursieră s-a prăbușit, lăsând în urmă o generație de investitori în pragul falimentului.

---

<sup>98</sup> Roubini, N. & Mihăi, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București, p.45

<sup>99</sup> Ibidem, p.45

<sup>100</sup> Mackay, C., (2008), *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, republicat în 2008 de EBook, p.54

În Franța, totul a început de la propunerea lui John Law de a înlocui monedele de metal prețios cu bani de hârtie, emiși de o bancă subordonată statului. Banca și statul trebuiau să reglementeze emisiunile de bani de hârtie care urmau să fie emiși în conformitate cu anumite cerințe. Banii de hârtie urmau a fi răscumpărăți oricând în monedă metalică, fiind susținuți de activele în aur și argint ale băncii<sup>101</sup>. Pentru ca populația să aibă încredere în noii bani de hârtie, Law a primit permisiunea de a înființa o bancă particulară care să asigure convertibilitatea banilor de hârtie în metal prețios. În primul an de la înființare, totul a mers conform planului, neexistând probleme în convertirea banilor de hârtie, și câștigând astfel, încrederea populației.

În 1717, John Law a înființat Compania Mississippi sub forma unei societăți pe acțiuni, companie ce avea drept exclusiv de tranzacționare în acea zonă și în provincia Louisiana unde descoperise o sursă importantă de metale prețioase. Aceasta a absorbit companiile care făceau comerț cu state precum India, China și Africa, obținând astfel monopolul asupra comerțului colonial al Franței. Ulterior, în 1719, atât compania cât și banca au fost transformate în instituții de stat, iar Law a fost desemnat controlor al finanțelor.

Titlurile emise de Banca Regală erau cumpărate de Compania Mississippi<sup>102</sup> și transformate ulterior în acțiuni. Prin această schemă s-a încercat și s-a și obținut transferarea datoriei Franței, din sectorul public în cel privat. S-a ajuns în situația în care s-au tipărit bani fără acoperire, valoarea acțiunilor Companiei Indiilor ajunsese la un curs „umflat” artificial de la 500 de livre la 15.000 de livre, generat de ideea îmbogățirii rapide și fără muncă.

Dezastrul s-a produs în momentul în care acționarii au vrut să transforme acțiunile, care ajunseseră la de 4 ori valoarea nominală în aur. Banca Regală a Franței nu a dispus de această imensă cantitate de aur, iar acțiunile corporației s-au prabușit<sup>103</sup>. Prețul acțiunilor a scăzut treptat la valoarea lor inițială, populația pierzându-și încrederea în banii de hârtie ai lui John Law.

---

<sup>101</sup> Groseclose, E., 2010, *The Great Paper-Money Experiment*, Mises Daily Articles, <https://mises.org/library/great-paper-money-experiment>, accesat la 09.08.2018

<sup>102</sup> Compania Mississippi a fost denumită Compania Indiilor după transformarea ei în instituție de stat

<sup>103</sup> Murphy, A. E., 2007, *John Law: Economic Theorist and Policy Maker*, Clarendon Press, Oxford, p.15

O consecință a acestei crize a fost faptul că, în 1721 s-au reintrodus monedele de metal prețios, sistându-se convertibilitatea banilor de hârtie în aur, aceste bancnote ieșind din circulație. În Marea Britanie efectele au constat în numeroase pierderi pentru investitori, dar și în falimente răsunătoare, panica transferându-se și în mediul politic. Compania a activat în continuare, însă nu i s-a mai acordat niciodată aceeași importanță, nereușind să mai genereze profituri la nivelul celor din anul 1720.

Din cele prezentate mai sus, observăm ca John Law a fost familiarizat cu principiile speculațiilor prin hârtii de valoare și a înțeles „*întrebarea monetara mai bine decât orice om din zilele lui*”<sup>104</sup>.

De-a lungul timpului s-a demonstrat că și tranzacțiile bursiere pot genera crize, bursele fiind “*adevărate barometre care indică mersul probabil al economiei*”<sup>105</sup>. Nefiind reglementate, tranzacțiile bursiere erau văzute drept instrumente prin intermediul cărora se puteau obține bani într-un mod facil. Tranzacțiile bursiere bazate pe speculații au generat ideea de îmbogățire rapidă. Datorită interesului acordat, valoarea titlurilor tranzacționate crește în mod surprinzător.

Indivizi se împrumută pentru a putea achiziționa un număr cât mai mare de titluri. În momentul în care apare un zvon menit să destabilizeze piața respectivă, prețul titlurilor scade. Această scădere îi face pe deținătorii de titluri să dorească să le răscumpere ceea ce va duce la o scădere abruptă a prețului acțiunilor, titularii acestora înregistrând o pierdere importantă sau chiar intrând în faliment, deoarece nu mai dețineau sursele necesare în vederea rambursării creditelor contractate. Apare astfel criza, care se răspândește și în celealte sectoare.

În urma analizei efectuate putem concluziona că baloanele speculative se formează după un anumit tipar. Acestea se declanșează pe fondul observării unei oportunități și a dorinței de îmbogățire identificată atât la nivelul companiilor cât și la nivelul indivizilor. Speculația face ca prețul activului să crească peste valoarea sa reală, urmând ca în momentul în care economia nu mai poate să susțină acea valoare, balonul să se

---

<sup>104</sup> Mackay, C., 2008, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, republicat în 2008 de EBook, p. 8

<sup>105</sup> Murgu, N & all, 1982, *In zgromotul bursei*, Ed. Albatros, Bucuresti, p.8

spargă iar prețul activului să scadă brusc, generând criza. Am văzut că la fel s-a întâmplat și în cazul crizei creditelor subprime.

Francois Simiand, un important cercetator al istoriei Europei, este de părere că perioadele de progres și dezvoltare economică sunt urmate în mod obligatoriu de perioade de regres sau criză. El consideră că debutul capitalismului din secolul XVI s-a caracterizat printr-o perioadă de prosperitate, fiind urmată în secolul XVII de o perioadă de depresiune economică, crizele secolului XVII fiind generale, profunde și de durată. Secolul XIX a mutat scena declanșării crizelor de mari proporții în Statele Unite ale Americii și se pare că tot acolo o vom găsi și în secolele care urmează.

Crizele care s-au produs ulterior după același scenariu, au avut atât un impact negativ cât și unul pozitiv. După fiecare perioadă de criză urmează și o perioadă de creștere economică generată de inovații în diferite domenii precum apariția căilor ferate, aeroporturilor și a autostrăzilor, datorită creșterii investițiilor statului în sectorul transporturilor și nu numai. Aceste crize generate de operațiunile speculative ocupă un loc aparte în istoria crizelor, însă ele nu au avut efecte globale.

## **CAP.2. MAREA CRIZĂ ECONOMICĂ VERSUS CRIZA DIN PERIOADA 2007-2009**

### **2.1. ANALIZA COMPARATIVĂ A MARII CRIZE ECONOMICE ȘI A CRIZEI ECONOMICE DIN PERIOADA 2007-2009**

Subiectul crizei care a debutat în Statele Unite în anul 2007 este unul delicat. Mulți analiști compară perioada de după 2007 cu cea traversată pe parcursul Marii Crize Economice din 1929, deși condițiile geo-politice, contextul economic și cel social sunt profund diferite în cele două momente, la fel ca și profunzimea și dimensiunea efectelor. Este imperios necesar să analizăm factorii care au generat aceaste crize, efectele pe care le-au produs, precum și soluțiile care au fost găsite, pentru a vedea dacă există similitudini între ele. Este important să realizăm o analiză a celor două crize pentru a reuși să înțelegem de ce nu a fost posibil să evităm declanșarea crizei din perioada 2007-2009 și să găsim soluții viabile pentru a putea anticipa o criză viitoare într-un stadiu incipient.

În cele ce urmează voi încerca să analizez asemănările și deosebirile dintre cele două perioade de instabilitate economică pentru a găsi un tipar al acestor crize, încercând să arăt că ambele crize, care au căpătat o dimensiune evazi-globală au fost declanșate în Statele Unite de factori monetari (masa monetară, rata dobânzii), supraproducția și căderea piețelor bursiere, respectiv a pieței imobiliare fiind o consecință a neimplicării la timp a instituțiilor financiar-bancare și a guvernelor.

În tabelul de mai jos am sintetizat cele mai importante caracteristici ale ambelor crize.

**Tabel nr. 5 Marea Criză Economică versus Criza din perioada 2007-2009**

<b>Marea Criză Economică</b>	<b>Criza din perioada 2007-2009</b>
„Cumpără acum. Plătești mai târziu”	“The American dream”
FED crește ratele dobânzii pentru cumpărarea de acțiuni în vederea diminuării speculațiilor.	FED diminuează ratele dobânzii la creditele ipotecare pentru a da posibilitatea accesului la locuințe și persoanelor cu venituri mai reduse.

Intervenția întârziată a FED-ului.	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ FED garantează preluarea Bear Stearns.</li> <li>➤ Implicare tardivă în conceperea unui plan de salvare a Lehman Brothers.</li> <li>➤ Acțiune promptă și transparentă a FED, dar numai după falimentul Lehman Brothers.</li> </ul>
Căderea pieței bursiere (Joia Neagră) – 24 octombrie 1929	Falimentul Lehman Brothers – 15 septembrie 2008
Acțiunea FED mai puțin agresivă decât era necesar, aproape inexistentă.	<p>Acțiune pasivă a FED până la declanșarea falimentului Lehman Brothers.</p> <p>Acțiune agresivă a FED, efecte așteptate.</p>
Diminuare PIB cu 10%	Diminuarea PIB-ului cu 4% (2007-2009)
Prețurile de consum au scăzut cu peste 25% (1929-1933)	<p>Prețurile de consum au crescut cu 1%.</p> <p>Producția națională a scăzut cu 5%.</p> <p>(2007-2009)</p>
1 din 4 muncitori (25%) era șomer în 1933	Rata șomajului a înregistrat un maximum de 10,1% (în SUA) în octombrie 2009
Neîncredere în sistemul bancar: 4 bănci au rămas fără lichiditate.	Încredere în sistemul bancar, datorită implicării FED.
Ratele dobânzii au crescut, rata dobânzii nominale a fost aproape de 0% iar rata inflației a fost negativă	Rata inflației s-a diminuat până la 0,3%. (2007-2009)
Un număr mare de bănci au falimentat, însă bănci de dimensiuni mici	Număr mai mic de falimente bancare comparativ cu Marea Criză
Scăderea accesului la creditare	Scăderea accesului la creditare
Diminuarea ofertei de bani	Diminuarea ofertei de bani
Incetinirea activității economice	Incetinirea activității economice
Piețe financiare nereglementate	Piețe financiare reglementate, dar nu suficient pentru noile inovații financiare, ex. CDO, securitizări.

*Sursă:* prelucrare autor cu date Federal Reserve Bank of New York<sup>106</sup>

Nucleele ambelor crize s-au conturat în Statele Unite. Atunci ca și acum, bogăția SUA se afla în mâna unui număr restrâns de persoane, existând un declaj important între cei înstăriți și cei săraci. În anii 1920, deși producția era în continuă creștere, veniturile populației au înregistrat creșteri aproape nesemnificative. Marile întreprinderi și corporații erau cele care beneficiau de pe urma dezvoltării economice.

Perioada premergătoare ambelor crize este similară. Înainte de Marea Criză, producția a crescut alert, au apărut noi bănci pe piață, creditele de consum erau tot mai numeroase fiind atractive datorită dobânzilor scăzute. Orice se putea achiziționa prin credit: de la radiouri, la mașini, până și acțiuni. Mesajul promovat în această perioadă era „*Cumpără acum. Plătești mai târziu*”. Aproximativ 60% din mașini și 80% din radiouri erau cumpărate în rate, creditele devenind accesibile pentru toate categoriile sociale aşa cum a fost și în cazul creditelor subprime. Producția de mașini a crescut de la 1,9 milioane în 1920, la 4,5 milioane în 1929<sup>107</sup>. Deși nivelul salariilor se menținea la cote reduse (creștere de 8% în perioada 1923-1929), populația încă mai cumpăra produse datorită facilității cu care avea acces la împrumuturi, toate acestea cu știința FED-ului.

Înainte de declanșarea crizei din 2007 situația economică din SUA era una favorabilă. Au apărut pe piață noi instituții financiare și non-financiare care acordau credite cu dobândă scăzută denumite credite subprime, promovând “*the America dream*”. Oricine avea acces la credit pentru a-și achiziționa o locuință, datorită reglementării insuficiente a acestor instituții și a condițiilor relaxate de creditare. În vederea creșterii profiturilor, instituțiile finaciare au pus bazele unor instrumente financiare inovative, care aveau la bază ipotecile care garantau aceste credite subprime.

### **2.1.1. MAREA CRIZĂ ECONOMICĂ**

Cauzele declanșării Marii Crize Economice au fost amplu dezbatute, această temă nefiind încheiată nici acum, după aproape un secol. Din punctul de vedere al lui Keynes,

<sup>106</sup> Lopez, A.D., 2011, *Then and Now: Fed Policy Actions During the Great Depression and Great Recession*, Economic Information Newsletter, FRED, <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/Lib1111.pdf>, accesat la 01/07/2018

<sup>107</sup> Kiritescu, C., 1987, *Marea prăbușire: O filă de istorie în revoluția sinoasă a capitalismului contemporan*, Revista economică, nr 42

criza din 1929 a fost o criză de supraproducție. Alți economiști sunt de părere că a fost cauzată de căderea Bursei din New York în 24 octombrie 1929, denumită și Joia Neagră. O a treia interpretare susținută de Milton Friedman este aceea că declinul a fost generat de contracția masei monetare.

În ceea ce privește criza din perioada 2007-2009 este considerat că aceasta a fost cauzată de căderea pieței creditelor subprime coroborată cu speculațiile și căderea pieței imobiliare. Întradevăr, privind în ansamblu, ambele perioade de criză s-au confruntat cu un balon speculativ. Speculațiile imobiliare din perioada premergătoare ultimei crize au fost similare cu jocul la bursă din anii 1920-1930. Acum vorbim de împrumuturi riscante, credite fără acoperire cu garanții, speculații, consum pe datorie. Toate aceste cauze ne trimit parcă cu opt decenii în urmă, pentru a retrăi perioada care a zguduit întregul sistem financiar mondial.

În perioada Marii Crize cetățenii, cuprinși de miracolul îmbogățirii rapide s-au îndatorat peste măsură pentru a putea obține acțiuni bursiere. Împrumuturile brokerilor au înregistrat o creștere de la 5 milioane USD în 1928, la 850 milioane USD în septembrie 1929. Atât acțiunile, cât și prețul activelor imobiliare au început să scadă, oamenii rămânând fără economiile de o viață și chiar cu datorii la bănci, deoarece valoarea acțiunilor era mult sub prețul de achiziție.

Analizând mai în profunzime evenimentele premergătoare celor două crize, mi-am pus întrebarea dacă nu tocmai neintervenția, sau intervenția tardivă a Băncii Federale de Rezerve a fost cea care a generat cele două crize, transformându-le în crize cu implicații mondiale. În cele ce urmează voi încerca să arăt că ambele crize au avut la bază factori monetari, iar supraproducția și crashul bursier au fost o consecință a politicilor monetare neadecvate.

Milton Friedman, reprezentant al curentului monetarist susține că scăderea masei monetare<sup>108</sup> este cea care determină apariția unei crize “*nu cunosc nici o depresie severă, în nici o țară sau în orice moment, care nu a fost însoțită de o scădere*

---

<sup>108</sup> “*Masa monetară reprezintă masa medie de bani care circulă pe piață într-o anumită perioadă de timp*”. Popescu, D., 2000, Economie politică, p.111

*accentuată a stocului de bani și de o scădere accentuată a stocului de bani care nu era însoțită de o depresie severă*”<sup>109</sup>.

Voi analiza mai întâi cauzele declanșării Marii Crize Economice. Milton Friedman consideră că principal cauză a declanșării acestei crize constă în diminuarea masei monetare în perioada 1929-1933.

Trebuie să avem în vedere că în acea perioadă creația monetară era realizată prin următorul mecanism: un credit contractat de la o bancă era depozitat la o alta, urmând să fie împrumutat din nou. Din depozitul constituit, băncile sunt obligate să rețină doar o parte fracționară sub forma rezervelor minime, având posibilitatea de a utiliza diferența de bani în acordarea de noi credite și practic de a crea masa monetară. Ulterior au apărut și alte mecanisme care pot multiplica masa monetară, precum produsele financiare derivate.

După căderea pieței bursiere, în perioada noiembrie 1930 - sfârșitul anului 1933 sistemul finaciar din Statele Unite s-a confruntat cu 4 căderi ale bursei și 4 episoade de panici bancare, culminând cu “Sărbătoarea bancară” din data de 6 martie 1933, când Franklin Roosevelt a solicitat închiderea băncilor pentru ca activele acestora să fie verificate de către inspectorii guvernamentali.

Panicile bancare au dus la o serie de falimente în sistemul bancar, generând neîncredere în rândul deponenților. O parte importantă dintre aceștia au solicitat retragerea depozitelor de la bănci pentru a deține banii în numerar. Băncile au rămas fără o sursă importantă de fonduri, ceea ce a dus la o lipsă acută de lichiditate, conducând la reperecurșiuni asupra volumului masei monetare. Banca Federală de Rezerve nu a intervenit pentru a furniza lichiditate băncilor, iar tocmai această lipsă de lichiditate a dus la o diminuare a masei monetare, care la rândul ei a determinat creșterea numărului de falimente bancare. Din septembrie 1929 până în martie 1933, masa monetară s-a diminuat cu aproape o treime.

---

<sup>109</sup> Carmack, P., 2012, Milton Friedman: End the Fed, <http://www.themoneymasters.com/the-money-masters/milton-friedman-end-the-fed/>, accesat la 22.08.2018

În timpul Marii Crize, piața bursieră s-a prăbușit, generând o scădere a investițiilor și consumului. Oamenii nu mai aveau încredere în bănci motiv pentru care nu mai doreau să-și țină economiile în depozite. Toate acestea au dus la o diminuare a PIB-ului de la 865.2 mld USD<sup>110</sup> în 1929, la 635.5 mld USD în anul 1933, înregistrând o scădere cu 25% în perioada menționată.

Efectul lipsei de lichiditate s-a resimțit și la nivelul cheltuielilor, care au fost diminuate, ducând la o scădere a prețurilor și la apariția deflației. Salariile au scăzut, ceea ce a avut ca efect o retinență din partea populației în a contracta noi credite, diminuându-se atât cheltuielile de consum cât și cele de investiții. În tabelul de mai jos sunt prezentate principali indicatori care prin evoluția lor negativă din perioada 1930-1932 demonstrează neimplicarea FED-ului în susținerea economiei. Așa cum observăm în datele prezentate, PIB-ul, consumul și investițiile au înregistrat scăderi consistente în perioada 1930-1932.

Doar în anul 1932 FED a intervenit în piață prin cumpărarea de obligațiuni în valoare de 1 miliard de dolari, însă efectul acestei intervenții a fost doar pe termen scurt.

**Tabel nr.6 Evoluția valiabilelor macroeconomice în perioada 1930-1938**

Rata de creștere	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
PIB	-8.6	-6.4	-13.0	-1.3	10.8	8.9	13	5.1	-3.4
Consum	-5.3	-3.1	-8.9	-2.2	7.1	6.1	10.1	3.7	-1.6
Investiții	-33.3	-37.2	-69.8	47.5	80.5	85.1	28.2	24.9	-33.9
Achiziții guvernamentale	10.2	4.2	-3.3	-3.5	12.8	2.7	16.7	-4.2	7.7

Sursă: [https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s11-the-great-depression.html#coopermacro-ch07\\_s01\\_f01](https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s11-the-great-depression.html#coopermacro-ch07_s01_f01) accesat la 21.08.2018

În perioadele de expansiune economică, se observă o creștere a productivității care generează nevoie de creștere a masei monetare. Sunt de părere că, pentru menținerea echilibrului de piață evoluția productivității trebuie corelată cu evoluția masei

<sup>110</sup> PIB-ul este calculat în miliarde dolari - anul 2000

<https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s11-01-what-happened-during-the-great.html> accesat la 24.07.2018

monetare. În situația crizei din 29-33 lipsa de lichiditate din piață și neintervenția FED-ului în a stimula creditarea, consumul și investițiile a generat o contracție a productivității, criza și magnitudinea acesteia având la bază diminuarea masei monetare și implicit politica monetară a FED-ului, supraproducția și căderea bursei fiind consecințe a diminuării masei monetare.

Guvernul Hoover nu a luat nici o măsură împotriva investițiilor hazardate, considerând că afacerile sunt punctul forte al americanilor și cheia economiei americane, nereglementând și nerevizuind periodic modul de funcționare al acestora. Administrația Hoover a luat cele mai contraproductive măsuri pentru contracararea crizei, măsuri ce au întârziat recuperarea. Măsurile de politică economică întreprinse de administrația Roosevelt au contribuit la depășirea crizei și la relansarea creșterii economice pe baza programului economic al New Deal-ului.

### **2.1.2. CRIZA DIN 2007-2009**

În cele ce urmează voi încerca să arăt că și criza declanșată în anul 2007 a avut la bază factori monetari. Pentru a identifica cauzele crizei din perioada 2007-2009 trebuie să analizăm situația economică din Statele Unite de la începutul anilor 2000. Perioada cuprinsă între anii 2002 și 2005 este văzută ca o perioadă a banilor ieftini, în care ratele de dobândă au fost extrem de scăzute, putându-se obține credite cu ușurință. În 6 noiembrie 2002 FED a micșorat rata dobânzii la 1,25%<sup>111</sup>, acesta fiind cel mai scăzut nivel al ratei dobânzii înregistrat în ultimii 50 de ani, la momentul respectiv.

Aceste valori reduse ale ratei dobânzii erau practic o invitație din partea FED la creditare și consum. Cei care își doreau o casă, aveau acum posibilitatea să o obțină datorită dobânzilor scăzute și a relaxării condițiilor de creditare. Investitorii erau tentați de a contracta aceste împrumuturi tocmai pentru că erau ieftine, ceea ce a condus la apariția speculațiilor în special în ceea ce privește piața imobiliară. Prețul caselor era în creștere, rata de creditare era de 1%, iar dacă prețul locuinței creștea cu 6%-7%, se obținea un profit de 5%-6% într-o perioadă scurtă de timp.

---

<sup>111</sup> BNM, 2002, Raport anual, [https://www.bnm.md/files/2002\\_ro.pdf](https://www.bnm.md/files/2002_ro.pdf), accesat la 22.08.2018

Cei care dețineau numerar nu au mai fost tentați în a mai constitui depozite la bănci, datorită dobânzilor extrem de scăzute, orientându-se spre noi forme de investiții prin care puteau obține un profit mai mare dar care presupunea și un anumit risc. Politica monetară a banilor ieftini a împins populația spre speculație și risc.

Guvernul a încurajat achiziția de locuințe, băncile au acordat împrumuturi riscante, precum creditele subprime, inclusiv persoanelor cu grad ridicat de risc datorită slabei reglementări, dar în special pentru a obține comisioane. Creditele pe termen scurt puteau fi contractate la rate reduse ale dobânzii ceea ce a determinat populația să acceseze aceste tipuri de credite și să plaseze banii în investiții pe termen lung, precum achiziția de locuințe și ulterior în derivate financiare în vederea obținerii unui profit.

Din punctul meu de vedere tot ratele scăzute ale dobânzii practicate de FED au stat la baza apariției instrumentelor financiare inovative. Băncile și instituțiile financiare au creat instrumente complexe care să genereze profituri mai atractive precum produsele derivate. Aceasta presupuneau crearea unui portofoliu de active de mai multe tipuri, urmând a fi vândute pe bucăți, disipând astfel riscul. Acestea au fost tranzacționate la bursă, dispersând riscul pe piețele globale.

Ipotecile subprime au fost vândute pe piața de capital sub forma de obligațiuni garantate cu scopul de a obține un profit imediat. Sumele obținute din aceste obligațiuni au fost utilizate pentru emiterea unor noi instrumente financiare, aceste produse fiind multiplicate cu mult peste valoarea lor de piață, ceea ce a dus la o creștere artificială a masei monetare. Datorită multiplelor tranzacții în lanț nu se mai cunoștea activul care a stat la baza emiterii titlurilor respective. Criza s-a declanșat pe fondul creșterii artificiale a masei monetare, prețul activelor nu mai avea acoperire reală datorită scăderii pieței imobiliare pe de o parte și multiplicării în lanț a titlurilor de valoare pe de altă parte. Prețul acțiunilor a început să scadă datorită faptului că nu existau suficienți bani pentru a le răscumpăra.

O altă cauză a acestei crize este insuficienta reglementare sau lipsa acesteia, dacă vorbim despre societățile de asigurări, deoarece aceste societăți nu erau obligate să rețină rezerve de capital.

Așa cum am arătat, cauza principală a declanșării crizei din perioada 2007-2009 este tipul de politica monetară condusă de FED prin ratele de dobândă extrem de scăzute care au determinat populația și corporațiile, fie ele bancare sau nebancare, să-și asume riscuri din ce în ce mai mari, fără a ține cont de efectele acestora. Declanșarea crizei subprime, crahul pieței bursiere sunt din punctul meu de vedere consecințe ale ratelor de dobândă extrem de scăzute, toatea acestea demonstrând lipsa de viziune a FED-ului în anticiparea efectelor economice generate de politica monetară și reacția sa tardivă.

Criza din perioada 2007-2009 a debutat cu o criză a creditelor subprime, prețul activelor imobiliare crescând cu mult peste valoarea lor reală, la fel ca în cazul acțiunilor din perioada Marii Crize. Perioada premergătoare crizei din 1929, când populația a contractat credite pentru a cumpăra acțiuni, este similară cu perioada premergătoare crizei subprime. Înainte de debutul crizei subprime, populația s-a îndatorat excesiv, având acces la creditele imobiliare inclusiv cetățenii cu venituri reduse, care până la momentul respectiv nu au putut contracta aceste tipuri de credite datorită condițiilor restrictive de creditare, criza declanșându-se în momentul în care valoarea garanției imobiliare nu mai acoperea creditul contractat. În ambele situații oamenii nu au ținut cont de risurile care pot să apară, îndatorându-se excesiv.

Magnitudinea crizei din perioada 2007-2009 ne-a făcut să ne îndreptăm privirea spre situația anilor 1930. De atunci și până acum sistemul finanțier internațional a suferit numeroase transformări, credibilitatea acestuia fiind deseori pusă la îndoială în principal după căderea Sistemului Monetar de la Bretton Woods. Perioada ambelor crize a generat instabilitatea întregului sistem internațional. „*Sistemul economic mondial era instabil, atâtă vreme cât nu exista o țară care să îl stabilizeze [...]. Atunci când fiecare țară începe să își protejeze propriile interese naționale, interesul general mondial a fost scos din discuție și, o dată cu el, și interesele particulare ale națiunilor*”<sup>112</sup>.

Marea Criză Economică a fost considerată drept una dintre cele mai spectaculoase crize economice generate de o națiune aflată în plină ascensiune deoarece s-au manifestat concomitent mai multe componente ale acestei: financiară, a producției și a

---

<sup>112</sup> Kindleberger, C. P., 1973, *The World Depression 1929-1939*, University of California Press, p. 292

schimburilor comerciale care au generat efecte profunde în plan social și al reașezării polilor de putere atât în interiorul societății americane cât și în plan global, dată fiind poziția de hegemon deținută de Statele Unite în perioada respectivă și nu numai. A fost o criză profundă, cu repercusiuni adânci asupra tuturor economiilor lumii.

Ambele crize au afectat pe lângă SUA, țări precum Marea Britanie, Japonia, Germania și Canada, confruntându-se și acestea cu probleme economice similare și înregistrând o diminuare semnificativă la nivelul PIB-ului.

Consecințele ambelor crize s-au răsfrânt asupra întregului sistem economic mondial, generând efecte atât în țările puternic industrializate cât și în cele mai puțin dezvoltate, ale căror economii depindeau în cea mai mare măsură de exporturile de materii prime. Nivelul comerțului mondial a scăzut rapid împreună cu veniturile per capital, veniturile bugetare și profitul din afaceri. Un număr mare de bănci și companii din diferite sectoare de activitate au ajuns la faliment, rezultatul concretizându-se într-un număr mare de șomeri și putere de cumpărare scăzută. Rata șomajului a crescut de la 3,2% în 1929 la 25,2% în 1933, iar rata inflației a scăzut în aceeași perioadă de la 0 la -6,3% în 1933<sup>113</sup>.

În timpul Marii Crize s-a înregistrat o scădere a cererii de bunuri, datorită diminuării volumului lichidităților. A scăzut consumul, ceea ce a dus la o diminuare a nivelului prețurilor, generând o rată negativă a inflației. În perioada crizei din 2007 rata inflației s-a diminuat și ea, într-un procent considerabil de la 4,28% în 2008 la 0,3% în 2009, însă nu a înregistrat valori negative.

Totuși cele două crize analizate au și trăsături care le diferențiază. Somajul a fost amplificat printr-o politică de susținerea artificială a veniturilor salariale. În 1931, în loc să se reducă cheltuielile, acestea au fost intensificate, producându-se un deficit de 2,2 miliarde de dolari. ”Au crescut impozitele percepute companiilor de la 12% la 14%, iar taxele pe avere și donațiile s-au dublat, ajungând la o rată maximă de 33,3%”<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> <https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s11-01-what-happened-during-the-great.html> accesat la 24.07.2018

<sup>114</sup> Huerta de Soto, J., 2010, *Moneda, creditul bancar și ciclurile economice*, Ed. Univ. Alexandru Ioan Cuza, Iasi, p. 493

Atât în anii '30, cât și în 2008, intervenția guvernului a venit cu întârziere. Întradevăr, în 2007 guvernul a garantat preluarea Bear Stearns de către JP Morgan, însă a eșuat prin neimplicarea la timp în salvarea Lehman Brothers. În ceea ce privește decizia de a salva sau nu marile bănci și companii, cu toate că FED a decis să nu salveze Lehman Brothers, a intervenit acordând un împrumut de 85 miliarde USD pentru a salva AIG, conștientizând necesitatea de a menține piața funcțională și a evita panica. FED a acordat împrumuturi pentru a salva de la faliment companiile importante și a sprijinit Trezoreria pentru a ajuta la stabilizarea băncilor. În timpul Marii Crize “*FED a intervenit prin injecție de lichiditate doar în cazul prăbușirii pieței bursiere din New York, din 1929*”<sup>115</sup>. După falimentul Băncii Statelor Unite din perioada Marii Crize, FED nu a intervenit pentru a evita contracția economică, aceasta adâncindu-se. Și durata de revenire din criză a fost diferită, recuperarea pierderilor de producție s-a realizat abia după 6 ani de la declanșarea Marii Crize Economice.

Cei mai importanți indicatori economici au avut evoluții similare în perioada ambelor crize, însă nu de același nivel. În ambele situații s-a observant o diminuare a PIB-ului, datorită scăderii volumului investițiilor și a consumului. În timpul Marii Crize PIB-ul a scăzut cu 26%, de la 103,6 miliarde la 76,5 miliarde în 1931. În 2008, PIB-ul era de 14.718 miliarde USD, comaparativ cu 14.418 miliarde USD în 2009, scăderea PIB-ului nefiind la fel de severă. În ceea ce privește ponderea șomajului, am văzut că aceasta a fost mult mai mare în timpul Marii Crize Economice, înregistrând un maxim de 25% în 1933, comparativ cu anul 2009, când maximul înregistrat a fost de 10%<sup>116</sup>.

În ceea ce privește politica economică, este destul de greu să facem o comparație, în primul rând datorită evoluției economiei. Atât structurile federale în cazul Statelor Unite cât și cele suprastatale de tipul Uniunii Europene dar și instituțiile și instrumentele financiare sunt diferite în cele două perioade analizate.

Spre deosebire de politica monetară, care conform lui Milton Friedman și Annei Schwartz au generat „*declinul activității economice din prima jumătate a anilor*

---

<sup>115</sup> Wheelock, C. D., 2010, *Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*,

<https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/10/03/Wheelock.pdf> accesat la 24.07.2018

<sup>116</sup> Conform datelor publicate de Departamentul de muncă al SUA,  
<https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> accesat la 20.05.2018

1930”<sup>117</sup>, politica fiscală nu a avut un rol semnificativ în timpul crizei din 1929. Cheltuielile guvernului federal, au fost reduse atât înainte, cât și în timpul perioadei 1929-1933. Deciziile în ceea ce privește impozitarea și utilizarea banilor au fost în general minore. La fel de nesemnificative au fost și fluctuațiile deficitului bugetar.

## 2.2. MANIFESTĂRI ALE CRIZEI DIN 2007-2009

Există mai multe puncte de vedere cu privire la previzionarea crizei subprime. Unii politicieni americani sunt de părere că această criză nu a putut fi previzionată, invocând conceptul “lebedei negre”<sup>118</sup> al lui Taleb conform căruia, criza este o anomalie de o importanță covârșitoare, dar care nu ar fi putut fi prevăzută. Cu toate acestea, au fost câțiva economiști care au atras atenția asupra ce va urma să se întâmple. Primul dintre aceștia a fost Robert Shiller, care împreună Karl Case au semnalat pericolul unui balon speculativ pe piața acțiunilor în articolul „Is There a Bubble in the Housing Market?” publicat în anul 2003<sup>119</sup>.

Nouriel Roubini numit și „profetul crizei”, a avertizat că economia SUA va suferi un soc brutal al pieței imobiliare, în special în cazul locuințelor și o recesiune profundă, sesizând dimensiunile mondiale. Raghuram Rajan, „profesor de finanțe la Universitatea din Chicago”<sup>120</sup>, în articolul „Has financial development made the world riskier?”<sup>121</sup> avertizează cu privire la pericolul ce îl poate genera modul în care sunt acordate bonusurile din sistemul bancar, deoarece această practică îi împinge pe angajați spre asumarea unor riscuri ce pot duce la vulnerabilitatea acestui sistem.

În urma analizei efectuate pentru a identifica cauzele primare ale acestei crize sunt de părere că această criză ar fi putut fi prevăzută. Era de așteptat faptul că după o perioadă a

---

<sup>117</sup> Kindleberger, C., Aliber, R., 2005, Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises Ediția V, p.83,

[http://www.untagmd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf](http://www.untagmd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf) accesat la 24.07.2018

<sup>118</sup> Taleb, N., 2008, Lebăda neagră. Impactul foarte puțin probabilului, Ed. Curtea Veche, București

<sup>119</sup> Shiller, R., 2004, Is There a Bubble in the Housing Market?”, Cowles Foundation for Research in Economics Yale University, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1089.pdf> accesat la 24.07.2018

<sup>120</sup> Roubini, N. & Mihm, S., 2010, Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor, Ed. Publica, București, p.18

<sup>121</sup>Raghuram, R., 2005, Has financial development made the world riskier?, <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf> accesat la 25.07.2018

banilor ieftin, în care toată lumea avea acces la credite, o parte dintre acești debitori să ajungă în incapacitate de plată.

Criza din 2007 ne face să medităm mai profund la teoria lui Samuel Huntington cu privire la fluxurile democratizării. El formulează teoria celor trei valuri ale democratizării, conform căreia fiecare val al democratizării a fost urmat de un contraval. Această teorie este prezentată de Samuel Huntington în cartea sa, *"The Third Wave. Democratization in the Late Twentieth Century"*. Noile guvernele democratice nu reușesc întotdeauna să implementeze „*un cadru institutional democratic eficient care să implementeze politici de creștere economică*”<sup>122</sup>, ceea ce poate genera o discrepanță mare între veniturile claselor sociale, poate amplifica sărăcia și poate duce la o criză<sup>123</sup>. Alan Greenspan a definit criza din perioada 2007-2009 ca fiind un “*tsunami al creditelor care apare o dată la un secol*”<sup>124</sup>, iar principalele cauze ale generării acestei crize le găsim în sectorul imobiliar din Statele Unite.

Criza care a debutat în 2007 „*prin balonul creditelor ipotecare subprime are rădăcini mai vechi*”<sup>125</sup> și diferă de celelalte perioade pe care le-am prezentat în această lucrare prin amploarea fenomenului. Această criză s-a manifestat sub forma unui fenomen global, care a influențat activitatea economică în plan global. S-a traversat o perioadă în care criza economică a fost întrepătrunsă de criza financiară, socială, politică și geopolitică, rezultatul acestor contopiri fiind o criză globală.

Începuturile crizei sunt dificil de identificat, motiv pentru care nu putem stabili o limită temporală clară. În literatura de specialitate publicată pe tema crizei, găsim două puncte de vedere cu privire la declanșarea acesteia. Privind în adâncime evenimentele petrecute în SUA în perioada 2002-2003, câțiva autori prezintă o perspectivă mai largă și poate

---

<sup>122</sup> Godin, R., Klingemann, H., 2005, *Manual de știință politică*, Ed. Polirom, p.78

<sup>123</sup> Putem da ca exemplu perioada privatizării din țara noastră. Trecerea la economia de piață a generat o criză economică deoarece mulți funcționari au obținut beneficii nemeritate din acest proces, folosindu-se de funcția lor. Perioada anilor 1990-1992 a fost caracterizată de scăderea locurilor de muncă, scăderea veniturilor, investiții insuficiente.

Ibidem

<sup>124</sup> Greenspan, A, 2007, *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York

<sup>125</sup> Parlamentul European, 2010, *RAPORT referitor la criza financiară, economică și socială: recomandări privind măsurile și inițiativele care trebuie luate (raport la jumătatea perioadei) (2009/2182(INI))*, Comisia specială privind criza financiară, economică și socială, p.4, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2010-0267+0+DOC+XML+V0//RO> accesat la 01.08.2018

mai profundă cu privire la începuturile crizei. Aceștia consideră momentul declanșării acestei crize ca fiind perioada de după atentatele din 11 septembrie 2002, vorbind de cauze structurale.

Joseph Stiglitz este de părere că această criză s-a declanșat în 2003, după invadarea Irakului de către trupele americane. Economia americană a fost puternic afectată de această decizie politică deoarece „*SUA au cheltuit miliarde de dolari pentru a importa petrol – bani care, în alte condiții, ar fi putut fi folosiți pentru a sprijini economia americană*”<sup>126</sup>. El este de parere că una dintre principalele cauze ale acestei crize derivă din modul în care au fost acordate bonusurile managerilor marilor corporații și au fost stimulate firmele de contabilitate și audit. Să ne amintim de falimentul Enron, acesta fiind un exemplu elocvent care explică conflictul de interese dintre management și firmele de contabilitate și audit. În anul 2007, valoarea compensațiilor acordate angajaților din sistemul financiar a fost de 53 miliarde de dolari. „*Directorul executiv al Goldman Sachs, Lloyd Blankfein a încasat singur suma de 68 milioane de dolari*”<sup>127</sup>.

O cauză importantă care stă la baza declanșării crizei poate fi identificată la nivelul sectorului bancar al SUA. În urma abrogării actului Glass–Steagall în anul 1999, prin care au fost eliminate interdicțiile băncilor comerciale de a subscrive titluri de valoare, acestea au adoptat abordarea speculativă a băncilor de investiții, din dorința de a obține un profit cât mai ridicat. „*Imbinarea funcțiilor băncilor de investiții cu cele ale băncilor comerciale s-a dovedit a fi o greșală profundă*”<sup>128</sup>, menționa senatorul american Byron Dorgan în noiembrie 2009, după ce înainte cu zece ani avertizase că abrogarea actului Glass–Steagall ar putea genera instabilitatea sistemului financiar din SUA.

Anterior crizei, la fel ca și în Statele Unite, în Uniunea Europeană au crescut dezechilibrele la nivel macroeconomic. Acestedezechilibre au fost semnificative la nivelul unora dintre statele membre, reflectându-se în divergențele puternice ale

---

<sup>126</sup> Stiglitz, J.E., 2010, *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Norton Publishing, New York, p.34

<sup>127</sup> Sorkin, A.R., 2010, *Too big to fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System--and Themselves*, Penguin books, p. 29

<sup>128</sup> Crawford, C., 2011, *The Repeal of the Glass- Steagall Act and The Current Financial Crisis*, Journal of Business & Economics Research, Volume 9, Number 1, pp.129-130, <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf>, accesat la 04.07.2018

evoluțiilor conturilor curente. „*Media balanței tranzacțiilor curente din perioada 2007-2010 ca procent din PIB a fost de: -8,4% în Spania, -16,4% în Bulgaria, -8,9 în Lituania, -8,5 în Letonia, -9,8 în România*”<sup>129</sup>. Țări precum Belgia, Franța, Italia, au pierdut cote importante de piață, iar exporturile acestor țări au înregistrat creșteri lente între 2% și 4%.<sup>130</sup>

Declansarea crizei este stabilită de unii dintre specialiștii menționați anterior în anul 2007, când American Home Mortgage a dat faliment din cauza prăbușirii pieței imobiliare din SUA, prăbușire cauzată în special de scădereea de către FED a ratelor dobânzilor de la 6,5% la 1% într-o perioadă de doar 3 ani. Aceste dobânzi scăzute au generat dorința populației cu venituri reduse de a obține un credit și de a consuma peste nivelul real al veniturilor. Au avut acces la credite inclusiv persoane care erau considerate ca având un grad de risc ridicat și care nu ar fi primit aceste împrumuturi în condițiile menținerii normelor de creditare și dobânzilor dinainte de această perioadă.

Valoarea reală a caselor a fost crescută artificial datorită revânzarilor efectuate pe fond speculativ, afectate fiind în special băncile, care preluau ipotecile cu grad mare de risc (subprime). Din acest punct de vedere, cauzele crizei le regăsim în boom-ul imobiliar și în slaba reglementare a piețelor financiare. Edward Gramlich, analizând creditele subprime, menționa că piața creditelor subprime are nevoie de supraveghere, „*majoritatea împrumuturilor sunt făcute cu foarte puțină supraveghere*”<sup>131</sup>. Garantarea împrumuturilor cu imobilul a funcționat atât timp cât piața imobiliară a avut un trend ascendent. În continuare voi încerca să explic modul în care garanțiile creditelor ipotecare au început să se diminueze și să ajungă la valori insuficiente pentru acoperirea împrumuturilor inițiale.

Așa numitele credite subprime sunt împrumuturi ipotecare cu rată variabilă de profit. Acest instrument a fost introdus în 2002 de către FED pentru a da posibilitate familiilor

<sup>129</sup> Comisia Europeană, 2011, *Analiza anuală a creșterii. Raport macroeconomic*, p.15, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52011DC0011>, accesat la 06.07.2018

<sup>130</sup> European Commission, 2010, *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, p.9, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-1_en.pdf), accesat la 06.07.2018

<sup>131</sup> Gramlich, E., 2007, *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, The Urban Institute Press, Washington D.C., p 21

cu venituri modeste să-și achiziționeze o locuință. Mecanismul de funcționare este următorul: un anumit număr de ani, beneficiarii împrumuturilor vor plăti către creditor doar rata dobânzii la împrumut. Aceasta era variabilă în funcție de valoarea imobilului. Dacă valoarea imobilului crește, atunci rata dobânzii scade, iar dacă aceasta scade, rata dobânzii va crește.

Criza a apărut la momentul în care piața americană a cunoscut o scădere a prețurilor imobilelor. Cei care au contractat acest tip de credite s-au vazut nevoiți să renunțe la imobilele cumpărate deoarece au ajuns în imposibilitatea de a mai achita ratele la credit, ca urmare a creșterii ratei dobânzii și a diminuării valorii imobilului ipotecat în favoarea băncii.

Indicii prețurilor locuințelor S&P/Case-Shiller prezintă evoluția prețului locuințelor în „*20 de regiuni și 3 aggregate compozite*”<sup>132</sup>. Indicele S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index măsoară „*valoarea locuințelor unei singure familii în Statele Unite. Este un composit de indici ai prețurilor locuințelor pentru o singură familie, pentru cele nouă divizii de recensământ din SUA: North Central, East South Central, Middle Atlantic, Mountain, New England, Pacific, South Atlantic, West North Central, West South Central*”<sup>133</sup>.

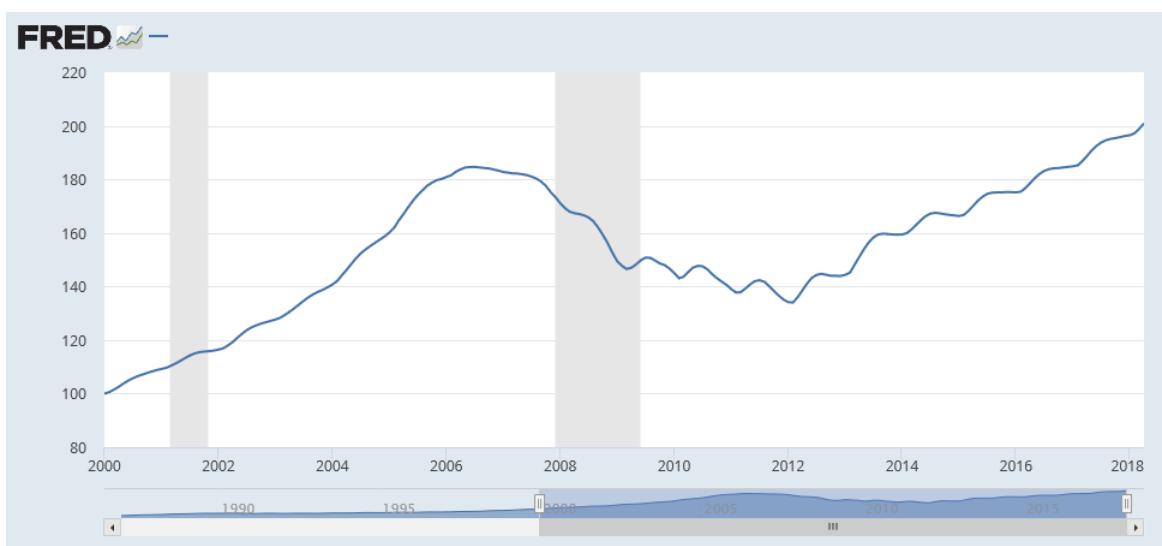
Indicele prețurilor S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home, măsoară evoluția prețurilor locuințelor rezidențiale în 20 de regiuni metropolitane din Statele Unite: Atlanta, Boston, Charlotte, Chicago, Cleveland, Dallas, Denver, Detroit, Las Vegas, Los Angeles, Miami, Minneapolis, New York, Phoenix, Portland, San Diego, San Francisco, Seattle, Tampa și Washington, DC.

Indicele prețurilor S&P/Case-Shiller 10-City Composite, măsoară evoluția prețurilor locuințelor rezidențiale în 10 regiuni din SUA. Cei trei indici prezintă evoluția prețurilor locuințelor în diferite regiuni ale pieței, indicele național fiind cel mai cuprinzător. Evoluția prețului locuințelor la nivel național este prezentată în graficul următor.

<sup>132</sup> Standard & Poor's, 2012, *S&P/Case-Shiller Home Price Indices 2011 Year in Review*, <https://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, accesat la 04.07.2018

<sup>133</sup> S&P Dow Jones Indices, 2018, *S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices Methodology*, S&P Dow Jones Indices: Index Methodology pp.4,23, <https://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, accesat la 04.07.2018

**Fig.7 Schimbările suferite de prețurile de pe piața imobiliară americană cu indicatorii S&P/Casw-Shiller U.S. National Home Price Index, 2000-2018**



Sursă: S&P Dow Jones Indices LLC, <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>, accesat la 20.06.2018

Așa cum este evidențiat în graficul de mai sus, acest indicator a avut o evoluție ascendentă în perioada 2002 – 2007, o dată cu introducerea creditelor subprime și a menținerii ratelor scăzute ale dobânzii.

O altă cauză care a generat criza financiară din vara anului 2007 derivă din apariția produselor financiare complexe, precum produsele financiare derivate, provenite în special din mecanismul de securitizare a creațelor ipotecare, pe fondul scăderii prețurilor pe piața imobiliară din SUA și a intensificării acordării creditelor ipotecare subprime. De aici s-a extins pe majoritatea piețelor financiare importante ale lumii, având implicații și consecințe deosebite asupra tuturor economiilor.

Băncile americane au fost afectate prin mecanismul de titrizare sau securitizare<sup>134</sup>, împrumuturile fiind introduse pe piața bursieră pentru a fi tranzacționate. Acum nu discutăm doar de bănci comerciale, ci și de alte instituții non-bancare cu rol de

<sup>134</sup> Mecanism prin intermediul căruia active nelichide precum împrumuturile ipotecare sunt adunate sub forma unui portofoliu și transformate în active lichide (ex. Obligațiuni) care pot fi tranzacționate.

împrumutător ipotecar precum: ”*fonduri mutuale de piață monetară, fonduri de acoperire, bănci de investiții, circuite investiționale, vehicule structurale investiționale*,”<sup>135</sup>. Împrumuturile contractate pe termen scurt au fost utilizate de aceste entități în contractarea de titluri garantate cu ipoteci, titluri nelichide pe termen lung și care aveau asociat un risc ridicat. Cu alte cuvinte se vindeau de către instituțiile generatoare de credite ipotecare, creanțele ipotecare izvorâte din acestea prin transformarea lor în titluri și valorificarea lor integrală pe piețele de capital. În aceste condiții, banca nu își mai reținea nimic din riscul inițial asociat acordării creditului ipotecar, iar responsabilitatea acesteia rămânea foarte scăzută.

La căderea pieței imobiliare, băncile care au acumulat cantități însemnante de asemenea titluri de valoare au înregistrat pierderi semnificative. Deponenții au cerut restituirea banilor sau nu au mai reînnoit acele contracte pe termen scurt, forțând companiile menționate mai sus să vândă instrumente financiare complexe și inovative la prețuri extrem de mici.

Produsele financiare derivate, în special credit default swap-urile sunt cele care au contribuit la problemele financiare cu care s-au confruntat Lehman Brothers și AIG. În anul 2002, Warren Buffet spunea despre credit default swap-uri că sunt „*arme de distrugere în masă*”<sup>136</sup>. Produsele financiare derivate prezintă riscul de contrapartidă și generează un efect de levier mai mare „*datorită efectului lor de angrenare, care poate amplifica câștigurile și pierderile*.”<sup>137</sup>

„Efect de levier” denumit și factor de amplificare reprezintă „*o strategie utilizată pentru a crește rentabilitatea potențială a unei investiții*”<sup>138</sup>. Voi explica modul de utilizare al acestuia de către bănci și piețele de capital. Practic un dolar depus la bancă permite acesteia să acorde 9 dolari credit, având în vedere că banca trebuie să rețină rezerve de 10% și doar diferența poate fi utilizată spre a acorda împrumuturi. Pe piață de capital, efectul de levier este între 25-30, însă poate ajunge și la 50. Un dolar care

---

<sup>135</sup> Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București, p.67

<sup>136</sup> Ibidem

<sup>137</sup> Ibidem

<sup>138</sup> <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> accesat la 25.07.2018

este investit în titluri de valoare generează 25-30 dolari, respectiv 50 de dolari în alte titluri de valori mobiliare. La momentul declanșării crizei financiare, efectul de levier ajunsese pe piața americană la 50, ceea ce însemna că o depreciere de 1 dolar a respectivelor titluri va genera o pierdere pentru deținătorii acestor produse financiare de 50 de dolari.

Băncile au ajuns să nu-și mai împrumute bani, să se teamă unele de altele. S-a instalat o criză de încredere care a condus la blocarea împrumuturilor interbancare, generând falimente răsunatoare, precum cel al băncii Lehman Brothers. Totodată, acestea încep să se confrunte cu o scădere a lichidităților, ceea ce conduce la pierderea încrederei deponenților în băncile respective. Lipsa transparenței și a reglementărilor clare cu privire la activitatea de creditare poate conduce la creșterea masei monetare fără o bază reală. Cum adesea băncile nu au lichidități disponibile pentru acordarea împrumuturilor și implicit pentru a constitui la Banca Centrală rezerva minimă obligatorie, recurg la împrumuturi interbancare, practică care este blocată într-o criză de încredere.

Tratamentul lansat în aceasta perioadă a fost cel al injectării de lichidități și de preluare a activelor toxice de către Banca Centrală, băncile comerciale obținând lichidități la prețuri foarte scăzute. Însă aceste măsuri nu s-au dovedit a fi suficiente. În februarie 2008, odata cu încheierea bilanțurilor pentru anul 2007, s-a dovedit că o parte importantă a băncilor și companiilor din SUA au suferit pierderi importante precum și cele mai mari depreciieri ale acțiunilor acestora la bursă, de după 1929. AIG a suferit pierderi de 45% într-o singură săptămâna, iar pierderile raportate la sfârșitul anului 2007 au fost de 79%.

Pierderile suferite de Lehman Brothers au fost de 45% într-o singură zi, iar la încheierea bilanțului pe anul 2007 a raportat pierderi de 94%. Piețele de capital au raportat pierderi importante la nivel internațional. Agenția Centrală de Informații a Statelor Unite (CIA)<sup>139</sup> a raportat o pierdere cumulată de 34.600 miliarde de dolari pentru perioada cuprinsă între luna septembrie a anului 2008 și luna februarie a anului 2009. Această sumă reprezenta „*de peste două ori PIB-ul SUA*”<sup>140</sup>.

---

<sup>139</sup> [www.cia.gov](http://www.cia.gov), accesat la 20.05.2018

<sup>140</sup> Idem

Prețurile mari ale energiei precum și ale materiilor prime, cursul de schimb scăzut al dolarului raportat la principalele monede, încetinirea ritmului de creștere al economiei americane și dezechilibrele financiare au fost o parte din factorii care au declanșat criza. Instabilitatea s-a instalat inițial la nivelul sectorului imobiliar, transferându-se spre sectorul bancar, spre piețele financiare și ulterior în toate domeniile economice. Creșterea economică înregistrată în SUA în anii dinaintea crizei a fost generată artificial de aceste împrumuturi subprime, neavând la bază capitaluri reale.

Investitorii, din dorința de a obține un profit cât mai mare au forțat compresia salariilor și s-au angajat în tranzacții oportuniste, precum achiziționarea de produse financiare noi și complexe care ar fi putut genera venituri ridicate, neînținând cont sau neînțelegând riscul asociat acestor tranzacții. Consecințele acestor acțiuni au fost stagnarea și scăderea puterii de cumpărare, a cererii solvabile în general. Salariații au încasat doar o parte din valoarea produsă, motiv pentru care aceștia puteau cumpăra numai o parte din bunurile care au fost produse, din oferta totală de bunuri și servicii. Astfel nivelul cererii este susținut artificial prin intermediul creditării.

Una dintre cele mai importante cauze, care au dus la declanșarea acestei crize este faptul că anumitor investiții li s-au atribuit riscuri foarte scăzute. Băncile, dar și instituțiile financiare non-bancare s-au avântat în acordarea unui număr mare de credite, datorită relaxării condițiilor de creditare, fără a avea la bază venituri reale și fără a face toate verificările necesare. Ne confruntăm cu practici imprudente de creditare, dar și cu un conflict de interese între cei care alcătuiesc piața creditului, generând o lipsă de transparență.

Băncile și instituțiile generatoare de credite obțineau finanțare la o rată scăzută a dobânzii ceea ce le-a permis să acorde împrumuturi la dobânzi reduse, împrumuturi care ar fi putut fi rambursate numai în condițiile creșterii valorii imobilelor aduse în garanție. În speranța obținerii unor venituri consistente și luând în considerare evoluția pieței imobiliare, care era în creștere, oamenii s-au împrumutat peste posibilitățile lor de rambursare, în speranța că valoarea proprietății achiziționate va crește mai mult decât valoarea creditului contractat.

Creditorii au implementat instrumente financiare din cele mai variate, precum CDO-

urile<sup>141</sup> care aveau ca activ de bază credite cu dobândă variabilă garantate cu imobile. Aceste credite au fost acordate inițial la rate scăzute ale dobânzii, pentru o perioadă de doi ani, urmând ca după această perioadă dobânda să crească, moment în care împrumutatul avea posibilitatea să refinanțeze creditul inițial, la o dobândă mai mică pe fondul creșterii valorii imobilului, generând astfel noi comisioane pentru instituțiile creditoare. Datorită dobânzilor scăzute, aceste credite au devenit disponibile tuturor categoriilor sociale, inclusiv celor cu venituri reduse sau cu incidente de plată. Mecanismul de creditare a menținut artificial nivelul cererii, creditul întârziind saturarea pieței, cererea fiind finanțată prin valori încă necreate.

În scopul obținerii unor profituri rapide, băncile au vândut aceste ipoteci care prezentau un grad de risc ridicat, sub forma titlurilor de valoare, acestea fiind cunoscute sub denumirea de obligațiuni de plată garantate. Fluxurile de numerar obținute din aceste ipoteci au fost canalizate ulterior spre o nouă serie de obligațiuni care prezentau riscuri și beneficii diferite, în funcție de dorința fiecărui investitor.

A apărut fenomenul de securitizare, care ar fi trebuit să aibă rolul de a diminua riscurile, prin ierarhizarea lor. În realitate, riscurile erau de fapt transferate de la bănci, spre investitorii care nu cunoșteau calitatea portofoliului cumpărat. S-a ajuns în situația în care împrumuturile erau acordate de brokeri, fără a face verificările necesare pentru a stabili eligibilitatea. Acestea erau depozitate pentru o anumită perioadă de timp de către bănci ipotecare fiind vândute ulterior băncilor de investiții, care le utilizau pentru a realiza CDO-uri prin intermediul lor. Acestor CDO-uri le erau acordate anumite ratinguri de către agențiile de specialitate (de rating), fiind vândute ulterior investitorilor instituționali. Prin intermediul acestor tranzacții în lanț s-au încurajat practicile superficiale de a obține venituri, având în vedere că aceste tranzacții erau taxate, generând comisioane.

Activele toxice au fost astfel multiplicate cu mult peste valoarea lor de pe piață. CDO-

---

<sup>141</sup> CDO (collateralized debt obligations) este un titlu ipotecar obișnuit, ce aduce deținătorului un anumit venit (rate scadente plus dobândă), însă permite totodată partajarea riscului aferent unui anumit portofoliu de credite ipotecare în mai multe categorii de risc. Avantajul procedeului CDO este că fiecare tranșă de titluri poate fi vândută separat și fiecare categorie de active financiare poate fi tranzacționată pe propria sa piață secundară, astfel încât prețurile respective se pot forma diferențiat, în funcție de gradul de risc. (S. Cerna, 2008)

urile inițiale care aveau ca activ de bază ipoteca, au ajuns să fie împărțite în CDO-uri ale CDO-urilor, practic erau împărțite în mai multe tranșe, precum CDO<sup>2</sup> și CDO<sup>3</sup>, fiecare tranșă având grade diferite de risc. Tranșele inițiale sau superioare ale CDO-urilor au fost cotate de agențiile de rating cu AAA, creându-se mai multe pasive cu rating AAA decât active.

Magnitudinea crizei a fost amplificată și de greșelile băncilor și a firmelor de investiții cu privire la riscurile asociate acestor CDO-uri. Putem spune că au lipsit instituțiile specializate, care să tragă un semnal de alarmă cu privire la creditele securitizate. Practica securitizării s-a extins și asupra altor forme de creditare.

Produsele financiare derivate inovative precum CDS-urile sau CDO-urile, care au fost denumite de Ben Bernanke „produse toxice”, au început să analizeze cu scopul de a preveni situații asemănătoare de criză. Acestea analize au început să se materializeze în măsuri corespunzătoare în vederea reformării pieței produselor derivate. La summitul G20 de la Pittsburgh din anul 2009 au fost stabilite și agreeate de către miniștrii de finanțe și guvernatorii băncilor centrale, membrii ai G20 următoarele măsuri: contractele derivate care se încheiau în afara sistemului reglementat să fie tranzacționate la bursă iar compensarea acestora să se realizeze prin intermediul contrapartidelor centrale, creșterea cerințelor de capital și evaluarea periodică a măsurilor precedente pentru a stabili dacă acestea sunt suficiente. Implementarea acestor măsuri a dus la diminuarea riscului sistemic și la creștere transparenței pe piața acestor produse<sup>142</sup>

### **2.3. CONSECINȚELE CRIZEI ECONOMICE DIN PERIOADA 2007-2009**

Criza din SUA a fost resimțită inclusiv de țări precum Japonia și China, care depindeau de exportul de produse prelucrate. Cererea pentru materialele și materiile prime din Orientul Mijlociu s-a diminuat considerabil, fiind afectate inclusiv economii precum cele din Dubai sau Letonia<sup>143</sup>.

---

<sup>142</sup> ECB, 2016, *Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608\\_article02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608_article02.en.pdf), accesat la 04.07.2018

<sup>143</sup> Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București, p.70

Impactul crizei traversate începând cu anul 2007, înînd cont că ne-am confruntat cu o criză globală care a fost resimțită inclusiv la nivelul țărilor dezvoltate este unul mare. Pe lângă SUA, Marea Britanie a fost un exemplu clar a ceea ce s-a întâmplat. Trei dintre băncile britanice au dat faliment, altele au fost salvate, aproape toate confruntându-se cu criza. O parte din clienți și-au transferat banii în băncile care au primit suport guvernamental. Criza din SUA a afectat sever piața britanică, și nu numai, deoarece sistemele financiare sunt interconectate, iar băncile au contractat aceste datorii prin intermediul titlurilor care aveau la bază active de pe piața imobiliară americană. Acest fenomen s-a manifestat la nivelul economiei mondiale și a fost cel mai resimțit impact al crizei financiare.

Pierderile înregistrate de bănci au ajuns la niveluri impresionante. Acest fenomen s-a înregistrat atât la nivelul băncilor americane, cât și la nivelul celor europene, diferența fiind că primele s-au confruntat cu pierderi mult mai mari.

Piețele bursiere au fost și ele destabilizate, scăzând foarte mult. În 16 septembrie 2008, „[...] *Jacțiunile celei mai importante corporații de asigurări din lume, AIG, au scăzut cu 60% [...] ca rezultat direct al falimentului Lehman Brothers*”<sup>144</sup>. Dow Jones Industrial Average (Bursa din New York) a scăzut cu 777,68 puncte în 28 septembrie 2008. Unele au fost chiar închise o anumită perioadă de timp. Bursa de Valori București (BVB), pe data de 8 octombrie 2008, a suprimat ședința de tranzacționare datorită unor scăderi ale cotațiilor de 10%. În 10 octombrie 2008 bursele din întreaga lume au înregistrat scăderi: New York (DJIA – scădere de 8%), Londra (Indicele FTSE 100 - scădere de 8,85%), Japonia (Nikkei – scădere de 9,6%), Sydney Australia (S&P/ASX200 - scădere de 8,34%), Hong Kong (Hang Seng index - scădere de 7,2%)<sup>145</sup>.

Tot atunci s-au impus condiții restrictive de creditare a persoanelor fizice atât în cazul creditelor de consum, cât și în cazul creditelor de achiziție a locuințelor, pentru a limita investițiile în imobiliare. Consumul a fost și el diminuat, datorită diminuării veniturilor persoanelor fizice. În ceea ce privește persoanele juridice, constrângerile observate la

---

<sup>144</sup> McDonald, L., Robinson, P., 2009, *A colossal failure of common sense. The inside story of the collapse of Lehman Brothers*, Crown Business, p.339

<sup>145</sup> <https://www.theguardian.com/business/2008/oct/10/marketturmoil-creditcrunch1> accesat la 20.06.2018

nivelul lor au constat în limitarea investițiilor, prin restricționarea accesului la credite.

Un alt efect al crizei a fost reducerea substanțială a volumului exporturilor la nivelul tuturor țărilor, bunurile exportate de statele Europei Centrale și de Est fiind importante în lanțul de aprovizionare al țărilor din Zona Euro.

Intrările de capital străin au fost puternic afectate de criza financiară. Încetinirea globală a redus cererea de bunuri de larg consum și de produse industriale, reducând câștigurile din exporturi. Investițiile au scăzut în special pe piețele emergente, țările în curs de dezvoltare trebuind să se împrumute la dobânzi mai mari, din cauza exodului spre piețe mai sigure și a aversiunii mai mari față de risc.

Criza a redus fluxurile de capital în UE iar investițiile străine directe din regiune s-au diminuat. UE a înregistrat o diminuare a volumului investițiilor străine directe de 49% în perioada 2007-2009, de la 550,7 mld euro în 2007, până la 280,6 mld euro în 2009, respectiv 80% în perioada 2007-2010, volumului investițiilor străine directe fiind de 106,7 mld euro în anul 2010. Acest lucru s-a datorat și scăderii volumului investițiilor în SUA cu 46% în perioada 2008 - 2009 de la 148,2 mld euro la 79,2 miliarde euro conform datelor publicate de Eurostat<sup>146</sup>.

Impactul crizei economice internaționale asupra noilor state membre din Uniunea Europeană s-a dovedit a fi mult mai sever decât se anticipa. Țările din UE cu un deficit de cont curent mai mic de 10% din PIB au avut nevoie de finanțare externă mai redusă, pe cînd Țările baltice, Bulgaria și România au avut nevoie de un volum mai mare al finanțării externe.

Pe fondul crizei economice și financiare internaționale, a datoriilor bugetare acumulate de-a lungul anilor și a schimbării guvernului, deficitul bugetar raportat de Grecia la sfîrșitul anului 2009 a fost de 15,6%. „*Costurile mai ridicate ale serviciului datoriei, combinate cu un PIB scăzut, au făcut ca mulți investitori să suspecteze că datoria*

---

<sup>146</sup> [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Foreign\\_direct\\_investment\\_statistics&oldid=60641](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Foreign_direct_investment_statistics&oldid=60641) accesat la 2.07.2018

*greacă ar putea fi nesustenabilă”<sup>147</sup>. Ca urmare a majorării estimărilor pieței cu privire la riscul de faliment din Grecia, guvernul grec a rămas fără sursele de finanțare de pe piețele internaționale, acestea solicitând rate de dobândă mai mari pentru a se proteja de riscul suplimentar.*

La începutul anului 2010, agențiile de raiting Standard & Poor's, Moody's, Fitch au retrogradat raitingul de țară al Greciei (Standard & Poor's acordându-i ratingul A-), ceea ce a dus la o vânzare masivă a acțiunilor grecești pe piețele internaționale. Situația Greciei ajunsese la cote alarmante și chiar a pus în pericol existența monedei euro și a Uniunii Europene, deoarece piața și-a pierdut încrederea în economia Greciei.

Cursul de schimb este un alt factor de diferențiere. Țările din Zona Euro cu un regim flotant al cursului de schimb, printre care și România s-au confruntat cu o depreciere a cursului în timpul crizei financiare. Valoarea medie anuală a cursului de schimb<sup>148</sup> al leului în raport cu euro s-a depreciat de la 3,6827 în 2008 la 4,2373 în 2009<sup>149</sup>. Zlotul polonez s-a depreciat în raport cu euro de la 3,6013 în 3 ianuarie 2008 la 4,8795 în 17 februarie 2009, conform datelor statistice ale BCE<sup>150</sup>.

Criza a avut un cost social ridicat în Europa, concretizat într-o creștere puternică a șomajului. În 2008, șomerii reprezentau 7% din forța de muncă activă a Uniunii Europene, așa cum reiese din graficul de mai jos. În 2010, numărul acestora era de aproape 10%, situându-se în intervalul 10,1%-10,8% în anul 2012. Rata șomajului era deosebit de ridicată, depășind 12%, în Estonia, Irlanda, Grecia, Slovacia, Letonia, Lituania și Spania. Rata șomajului în rândul tinerilor depășea 20% în mai mult de jumătate din statele membre ale UE și ajungea la 42% în Spania conform datelor publicate de Comisia Europeană<sup>151</sup>.

---

<sup>147</sup> Baldwin, R., Giavazzi, F., 2015, *The Eurozone Crisis a Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, A VoxEU.org eBook, CEPR Pres, London, p.38, [https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot\\_upload\\_0.pdf](https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot_upload_0.pdf) accesat la 20.05.2018

<sup>148</sup> Cursul de schimb mediu anual este publicat pe site-ul oficial al BNR și se calculează ca medie aritmetică a cursurilor valutare medii lunare.

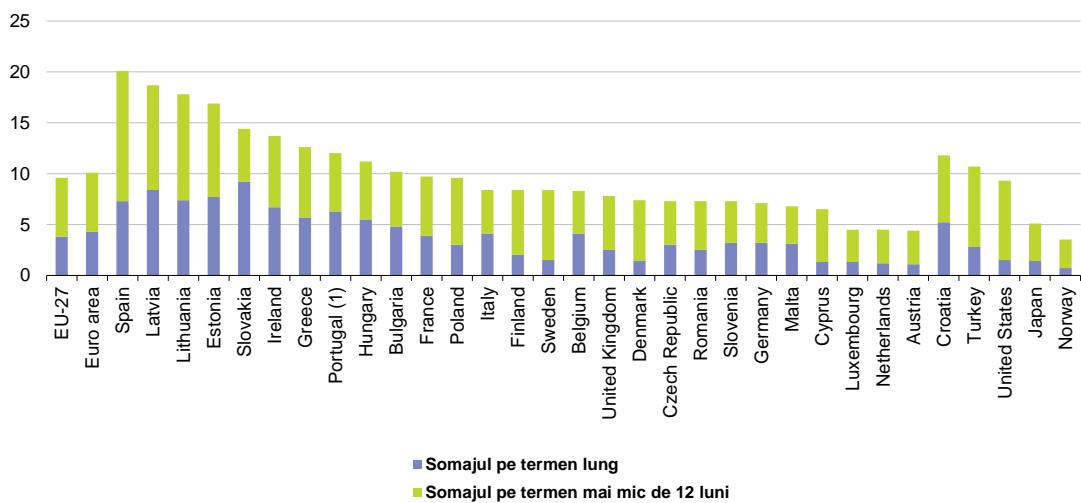
<sup>149</sup> BNR, <http://www.bnr.ro/Cursul-de-schimb-3544.aspx> accesat la 03.04.2018

<sup>150</sup>

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/euro\\_fxref-graph-pln.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/euro_fxref-graph-pln.en.html) accesat la 05.04.2018

<sup>151</sup> Comisia Europeană, 2011, *Analiza anuală a creșterii*, Raport macroeconomic, Bruxelles

**Fig.8 Evoluția ratei şomajului pe termen lung și pe termen scurt în anul 2008 la nivelul țărilor membre ale UE**



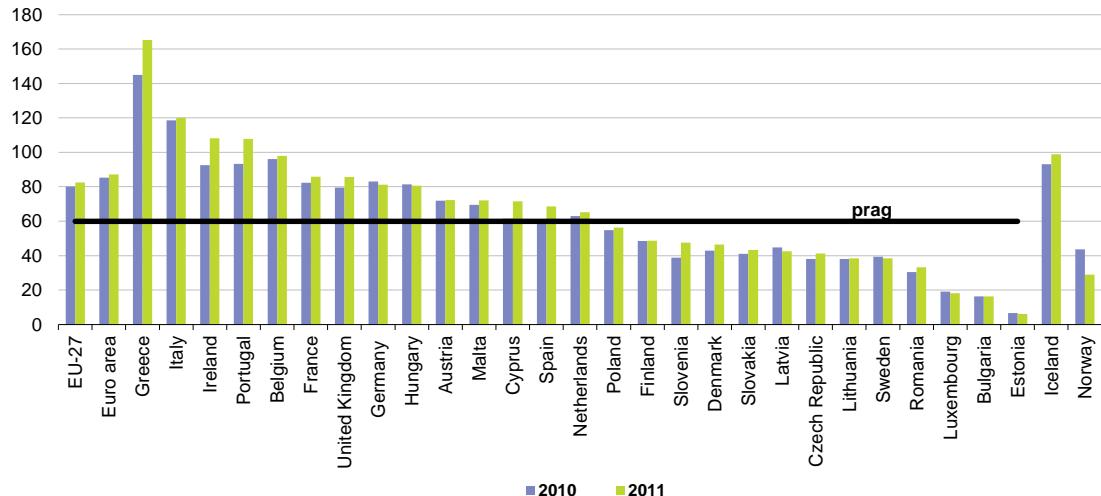
Sursă: Eurostat (date din 23.04.2012),

<http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database>

Criza a afectat în mod deosebit finanțele publice atât în Zona Euro cât și în afara acesteia. Ponderea datoriei publice în PIB a înregistrat o creștere la nivelul statelor membre, fapt ce a anulat progresele înregistrate în anii dinaintea crizei. Ponderea datoriei publice în PIB, în Uniunea Europeană, s-a situat la 80% la sfârșitul anului 2010 crescând până la 82,5%, conform datelor raportate pentru sfârșitul anului 2011. La nivelul Zonei Euro creșterea a fost de la 85,3% până la 87,2%. 14 state membre au raportat un nivel al datoriei de peste 60 % din PIB în anul 2011.

La sfârșitul anului 2011, cele mai scăzute ponderi ale datoriei publice în PIB se înregistrau în: Estonia 6%, Bulgaria care înregistra 16,3 % și în Luxemburg unde se înregistra 18,2 %, conform graficului de mai jos. 21 de state membre au înregistrat o pondere crescută a datoriei publice în PIB, în comparație cu anul 2010. Aceasta a scăzut pentru șase state membre: Germania, Estonia, Letonia, Luxemburg, Ungaria și Suedia aşa cum rezultă din grafic. Cele mai importante creșteri ale ponderilor datoriei în perioada 2010-2011 s-au înregistrat în Grecia 20,4 %, Irlanda 15,7 %, Portugalia 14,4 % și Cipru 10,2 %, acestea fiind principalele state (cu excepția Ciprului) care au beneficiat de asistență financiară prin intermediul Mecanismului European de Stabilizare Financiară.

**Fig.9 Evoluția datoriei publice la nivelul statelor membre UE, Norvegia și Islanda în perioada 2010-2011 (datoria brută consolidată a administrației publice, % din PIB)**



Sursă: Eurostat (date din 23.04.2012),

<http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database>

Deși criza și-a avut originile în Statele Unite, toți actorii economici internaționali au trebuit să ia măsuri urgente. Administrațiile țărilor emergente au dispus de două instrumente macroeconomice principale de reacție la șocurile negative: politica monetară și politica fiscală. S-au luat măsuri în ceea ce privește gradul de garantare al depozitelor, pentru ca populația să-și simtă economiile în siguranță.

Conform teoriei economice, piețele sunt capabile să se autoregleze, iar prețul corect este cel format pe baza echilibrului cerere-ofertă, însă în momentul în care intervine criza, statul nu poate lăsa piața să se autoregleze. S-a observat că prețurile activelor imobiliare au ajuns la valori foarte ridicate, care nemaiputând fi susținute, au început să scadă. A fost nevoie de intervenția statului pentru a susține inclusiv bănci și companii de renume pentru a nu intra în faliment, deviind astfel artificial, cursul economiei.

Teoria mâinii invizibile poate fi și ea combătută în ceea ce privește criza pe care o analizăm. Teoria spune că bunăstarea societății se obține prin dobândirea bunăstării de către fiecare individ în parte, însă criza din perioada 2007-2009 s-a declanșat tocmai datorită dorinței marilor companii de a obține bunăstarea de care vorbește Smith, companiile fiind axate pe obținerea unor venituri într-un timp scurt și pe o cale cât mai

ușoară fără a ține cont de riscurile la care se supun.

Teoria interventionismului statal susținută de J. M. Keynes, care este de părere că statul trebuie să se implice în economie prin intermediul unor măsuri fiscale și monetare care să ajute la temperarea efectelor negative provocate de crizele financiare a fost pusă în practică. Iată că o dată cu prăbușirea băncii Lehman Brothers, statul a devenit un jucător important în combaterea crizei și în diminuarea efectelor acesteia. Măsura de salvare a băncilor prin injecție de lichiditate, ca parte a politicii de stabilizare, a fost analizată în 1963 de Milton Friedman și Anna Swartz în lucrarea „Istoria Monetară a SUA”, 1867-1960<sup>152</sup>.

Pe parcursul anilor 2007-2008, FED a deschis linii de credit fără precedent, întorcându-se spre învățăminte Marii Crize Economice, ajutând băncile și unele companii precum General Electric, să evite falimentul.

Tentativa de salvare a fost extrem de costisitoare, ajungând la mii de miliarde de dolari. Guvernul american a plasat sub tutela guvernamentală giganții din sectorul creditelor ipotecare Freddie Mac și Fannie Mae. Pentru salvarea acestor entități, Trezoreria a injectat aproximativ 200 miliarde dolari, „*de 6 ori bugetul anual al Institutului Național de sănătate al SUA*”<sup>153</sup>. Acest ajutor guvernamental a fost limitat, deoarece sumele respective au fost suportate de către contribuabili, ceea ce face ca numărul companiilor beneficiare de acest tratament să fie limitat.

Marea Britanie a naționalizat mai multe bănci. În septembrie 2008, statul britanic a cumpărat acțiuni preferențiale de la bănci, acțiuni care nu-i confereau drept de vot în adunarea generală a acționarilor. „Naționalizarea” bancară pusă acum în aplicare a fost diferită de practica folosită în urmă cu 60 de ani, neaducând atingere acționarilor.

---

<sup>152</sup> Friedman, M& Schwartz, A., 1963, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, National Bureau of Economic Research, Princeton University Press, [https://books.google.ro/books?id=Q7J\\_EUM3RfoC&printsec=frontcover&dq=A+Monetary+History+of+the+United+States+1867-1960&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwio5ZqP3LjcAhVBBywKHbqVCpsQ6AEIJjAA#v=onepage&q=A%20Monetary%20History%20of%20the%20United%20States%201867-1960&f=false](https://books.google.ro/books?id=Q7J_EUM3RfoC&printsec=frontcover&dq=A+Monetary+History+of+the+United+States+1867-1960&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwio5ZqP3LjcAhVBBywKHbqVCpsQ6AEIJjAA#v=onepage&q=A%20Monetary%20History%20of%20the%20United%20States%201867-1960&f=false) accesat la 24.07.2018

<sup>153</sup> McLean, B., 2015, *Shaky Ground: The Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants*, Columbia Global Reports, New York, p.18

Băncile Centrale din Uniunea Europeană au injectat cu precauție lichiditate în piață, deoarece există un risc important de inflație, crearea de monedă fără acoperire putând conduce la explozia prețurilor. S-a încercat recuperarea împrumuturile titrizate devalorizate, FED recuperând 29 miliarde USD de „active toxice” de la banca de investiții Bear Stearns. Totodată s-a facilitat preluarea acesteia de către J.P. Morgan. Această soluție are limite, deoarece nu pot fi izolate toate activele toxice într-un interval scurt de timp. S-a observat că un rol important îl are imaginea băncii pe timpul crizei. Comportamentul băncii în această perioadă va rămâne gravat pentru o lungă perioadă de timp, atât în memoria clienților, cât și a partenerilor, fiind recomandabil să se acționeze într-o manieră care să inspire încredere.

Așa cum am văzut în capitolul întâi crizele economice sunt un subiect complex care a fost studiat de-a lungul timpului de economisti aparținând gândirii clasice, marxiste, keynesiste, liberaliste și nu numai. Acest subiect a fost amplu dezbatut, fiecare școală de gândire venind cu propria teorie. Este un subiect de actualitate deoarece economia este predispusă în continuare la crize.

Deși am realizat o tipologie a crizelor, este foarte dificil de stabilit un tipar exact al acestora. Am văzut că de-a lungul timpului economia s-a confruntat cu numeroase astfel de episoade. Undele dintre ele au fost similare sau cel puțin au avut câteva caracteristici identice cu criza din perioada 2007-2009. Atât Criza bulbilor de lalea cât și crizele companiilor South Sea și Mississippi au luat forma unui balon speculativ, pornind de la un activ supraestimat. Am văzut că atât Marea Criză Economică cât și criza din perioada 2007-2008 au avut la baza factori monetari. Putem concluziona că, criza creditelor subprime a fost un balon speculativ care s-a declanșat pe fondul dobânzilor reduse practicate de FED și a activelor supraestimate de pe piața imobiliară.

## **CAP.3. CADRUL LEGISLATIV ȘI INSTITUȚIONAL AL FUNCȚIONĂRII BĂNCII CENTRALE EUROPENE**

### **3.1. FORMAREA UNIUNII ECONOMICE ȘI MONETARE**

Așa cum am văzut în analiza efectuată până acum, crizele economice pot avea efecte globale datorită faptului că piețele sunt interconectate. Pe lângă efectele pozitive, globalizarea poate avea și influențe negative așa cum am observat și în timpul Marii Crize Economice și în perioada ultimei crize. Speculațiile au căpătat cote alarmante și s-au extins de pe o piață pe alta, generând crize economice, crize financiare și crize bancare cu puternice implicații la nivel național, regional și global.

Interesele naționale sunt greu de sincronizat cu interesele globale deoarece este dificil de găsit soluții care să atenueze efectele negative ale crizelor la nivel global, motiv pentru care s-au căutat soluții la nivel regional. Uniunea Europeană este un exemplu al faptului că la nivel regional se pot găsi soluții viabile pentru a evita conflictele de natură economică, socială și politică și, prin aceasta, de a crește competitivitatea spațiului supranațional și implicit, a fiecărui din statele membre ale acestuia.

Ideea formării unei Europe unite este veche și a fost exprimată prin diverse modalități. Putem spune că la început, idea formării unei Europe unite a fost o idee promovată mai degrabă de filozofi, scriitori, clerici și mai puțin de oameni de stat. Scriitorul de origine franceză Victor Hugo (1802-1885) considera că va veni ziua în care toate națiunile europene se vor într-o societate supremă, formând o frăție a Europei, fără ca acestea să-și piardă identitatea. El vorbea despre “*Statele Unite ale Europei*”<sup>154</sup>. Ulterior proiectele au devenit pragmatice și au fost rezultatul unor decizii politice care s-au circumscris evenimentelor globale.

Formarea a ceea ce reprezintă astăzi Uniunea Europeană a pornit de la o idee comună: o Europă unită, prosperă, pașnică, care să creeze un spațiu caracterizat de stabilitate și liniște, în plan economic, social, politic, instituțional și legal.

---

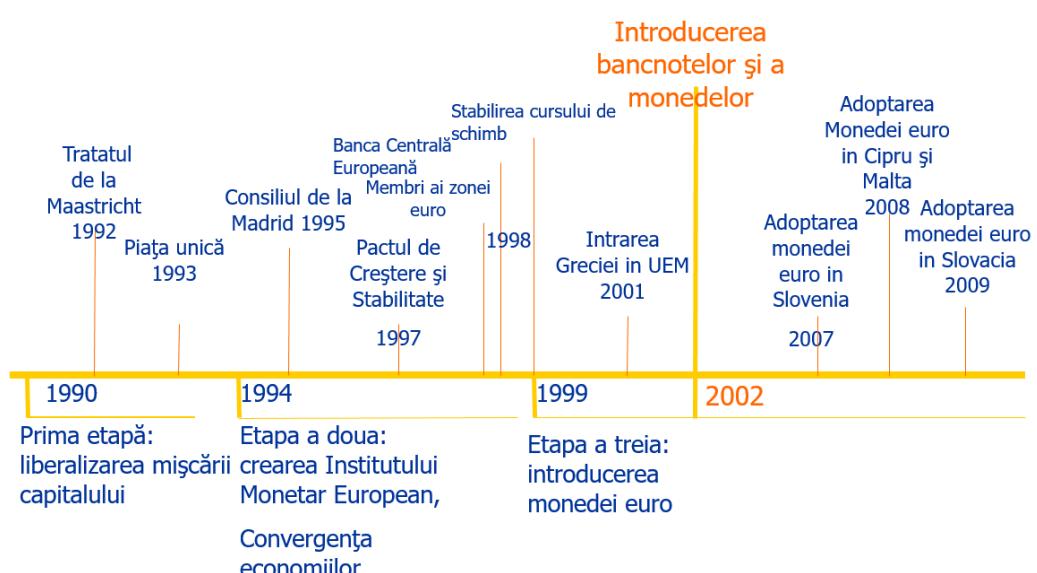
<sup>154</sup> Fontaine, Pascal, 2010, *Europe in 12 lessons*, Publications Office of the European Union, Luxemburg, [https://europa.rs/images/publikacije/26-EU\\_In\\_12\\_Lessons.pdf](https://europa.rs/images/publikacije/26-EU_In_12_Lessons.pdf), accesat la 03.07.2018, p.5

Uniunea Europeană are la bază norme de drept iar orice măsură luată derivă din tratatele care au fost aprobată în mod voluntar și democratic de către toate țările membre. Trebuie să privim tratatul “*drept un acord cu forță juridică între statele membre ale Uniunii Europene ce stabilește obiectivele Uniunii*”<sup>155</sup>, procedura de luare a deciziilor, relațiile între statele membre și Uniune, precum și regulile după care funcționează instituțiile europene, acestea având posibilitatea de a adopta acte legislative pe care statele membre le vor aplica ulterior<sup>156</sup>.

Beneficiul cooperării dintre statele membre și rolul UE a fost resimțit în special în momentul în care criza din 2007 a lovit întreaga Europă. Instituțiile comunitare și guvernele naționale au făcut un efort colectiv de a se coordona, de a acționa rapid și în același sens pentru a salva economiile afectate.

Uniunea economică și monetară s-a realizat în trei etape importante aşa cum este prezentat în figura de mai jos.

**Fig.10 Etapele formării Uniunii Economice și Monetare**



Sursă: Luțas,M.<sup>157</sup>, Uniunea Economică și Monetară,

<http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0ahUKEwjglKX0l4PcAh>

<sup>155</sup> [https://europa.eu/european-union/law/treaties\\_ro](https://europa.eu/european-union/law/treaties_ro) accesat la 12.05.2018

<sup>156</sup> [https://europa.eu/european-union/law/treaties\\_ro](https://europa.eu/european-union/law/treaties_ro) accesat la 12.05.2018

<sup>157</sup> Luțas, M., Uniunea Economică și Monetară, prezentare, <http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0ahUKEwjglKX0l4PcAh>

**Primă etapă** care a s-a desfășurat în perioada 1 iulie 1990 – 30 decembrie 1993 este extrem de importantă deoarece aceasta este etapa în care începe consolidarea pieței, statele membre fiind monitorizate pe baza unor rapoarte periodice ce analizau performanțele lor economice. S-au înregistrat progrese în ceea ce privește cooperarea băncilor centrale, s-a consolidat mecanismul aferent ratelor de schimb dintre valutele statelor membre, eliminându-se totodată și restricțiile aferente mișcării capitalului.

**A două etapă** s-a desfășurat în perioada 1 ianuarie 1994 - 31 decembrie 1998 și este caracterizată de introducerea unor măsuri pentru a crește independența la nivelul băncilor centrale ale statelor membre. Tot acum se pune accentul pe a nu se înregistra deficite bugetare excesive de către statele membre. În această etapă se înființează Institutul Monetar European având ca principale atribuții coordonarea politicilor monetare, cooperarea băncilor centrale aferente statelor membre și pregătirea demersurilor pentru înființarea Sistemului European al Băncilor Centrale.

În această etapă este semnat Tratatul de la Amsterdam din 1997, care a permis extinderea competențelor Uniunii prin crearea unei politici comunitare de ocupare a forței de muncă, transferându-se o parte din problemele din domeniul justiției și afacerilor interne către Comunitate. Prin intermediul noilor măsuri se dorea o cooperare consolidată între statele membre. Scopul acestui tratat a fost promovarea progresului economic și social al europenilor, o dezvoltare durabilă a pieței interne, a mediului înconjurător dar și a politicilor care să ajute la realizarea acestor obiective.

**A treia etapă** a debutat în 1 ianuarie 1999 și a avut ca principal obiectiv fixarea cursurilor de schimb pentru statele membre care făceau parte din Uniunea Economică și Monetară. S-au stabilit cursuri de schimb fixe și irevocabile pentru cele 11 state membre de la acea vreme, iar BCE a implementat politici monetare unice<sup>158</sup>. În această

---

[WDQJoKHYqpCB4QFgg3MAI&url=http%3A%2F%2Fmedia1.webgarden.ro%2Ffiles%2Fmedia1%3A4dcda63886ee6.ppt.upl%2FUEM.dec.ppt&usg=AOvVaw0TtIQR63tLsgfX06 LE6rj](http://3A%2Fmedia1.webgarden.ro%2Ffiles%2Fmedia1%3A4dcda63886ee6.ppt.upl%2FUEM.dec.ppt&usg=AOvVaw0TtIQR63tLsgfX06 LE6rj), accesat la 01.07.2018

<sup>158</sup> BCE, 2018, *Uniunea Economică și Monetară (UEM)*, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.ro.html>, accesat la 03.05.2018

etapa ECU<sup>159</sup> este înlocuit de moneda euro, moneda oficială a Uniunii Europene. Tot în această perioadă Slovenia, Cipru, Malta și Slovacia au adoptat moneda euro.

Tratatul de la Nisa din 2001 s-a axat în cea mai mare parte pe problemele instituționale privind extinderea, care nu au fost soluționate în 1997, fiind dezbatută componența Comisiei și ponderea voturilor în cadrul Consiliului. În anul 2001 prin Declarația de la Laeken adoptată de statele membre se fac demersuri pentru ca Uniunea să devină mai democratică și mai eficientă, iar ulterior este elaborat un proiect care prevedea necesitatea instituirii unei Constituții. Tratatul constituțional este adoptat în 2004 fiind modificat și actualizat ulterior prin Tratatul de Reformă, punând bazele Tratatului de la Lisabona.

În urma extinderii Uniunii Europene s-a simțit nevoia unei reformări a instituțiilor Uniunii și a modului de adoptare a deciziilor datorită diversității statelor membre. Tratatele de la Amsterdam și Nisa au făcut ca această trecere să fie mai ușoară datorită modificărilor introduse prin intermediul lor, modificări care s-au dovedit însă a fi insuficiente. Trecerea la Uniunea Economică și Monetară a generat multiple beneficii: moneda unică euro, circulația liberă a forței de muncă în spațiul european, crearea a noi locuri de muncă, o piață de schimb liberă.

Membri acesteia au conștientizat faptul că situația economică s-a schimbat de la momentul formării Uniunii, fiind nevoie de noi reglementări care să răspundă cerințelor situației actuale din Europa, semnându-se astfel la data de 13 decembrie 2007 Tratatul de la Lisabona.

Tratatul de la Lisabona este, cronologic, ultimul dintre tratatele comunitare care a fost adoptat cu scopul de a crea o Uniune Europeană mai unită, mai democrată, mai eficientă, care să fie pregătită pentru a interveni în cazul unei crize economice sau de orice altă natură și care să protejeze interesele cetățenilor ei, deoarece tratatele existente nu mai dispuneau de instrumentele necesare atingerii acestui scop. Unul dintre principalele motive a fost faptul că structura UE s-a schimbat semnificativ de la

---

<sup>159</sup> Ecu a fost moneda de cont a UE, înainte de adoptarea euro

momentul înființării Uniunii, numărul statelor membre crescând de la 6 state membre până la 27, la momentul semnării tratatului.

Acest tratat conține prevederile tratatelor anterioare actualizate la situația economică și socială din secolul nostru. În urma acestui tratat, statele membre au un rol mai important în examinarea legilor UE, prin acordarea unor puteri suplimentare Parlamentelor naționale ale statelor membre. Scopul acestui demers a fost de a crea o Uniune mai solidă, mai ancorată în realitățile situației economice actuale, care să aibă un cuvât de spus la nivel mondial tocmai datorită structurii sale unice. Statele membre își desfășoară activitatea mai eficient, iar drepturile fiecărui dintre statele membre este protejat.

Principalele obiective generale ale acestui tratat sunt:

- crearea unui spațiu fără granițe, care să confere cetățenilor Uniunii: libertate, justiție și securitate;
- dezvoltarea economică durabilă în cadrul UE prin menținerea stabilității prețurilor;
- economie de piață competitivă, o piață liberă;
- crearea unor condiții de muncă competitive pe piață;
- promovarea solidarității, coeziunii economice și sociale a statelor membre;
- menținerea păcii, solidarității, respectului între popoare la nivel mondial precum și dezvoltarea durabilă ;
- protejarea drepturilor omului, combaterea sărăciei, crearea unor condiții de trai decente pentru populația UE;
- respectarea prevederilor Cartei Națiunilor Unite.

Un obiectiv important al tratatului referitor la politica economică este dezvoltarea Zonei Euro și menținerea monedei euro ca monedă unică. Acest obiectiv are ca scop menținerea și creșterea economică în statele membre ale Uniunii.

Tratatul de la Lisabona aduce prevederi noi cu privire la politica socială, drepturile omului, criminalitate, justiție, securitate, apărare și politică, introducându-se largi reforme instituționale. Instituțiile au posibilitatea să-și îmbunătățească procesul de adoptarea a deciziilor, dar totodată și să exploreze domenii politice noi. Modificările semnificative pe care le aduce acest tratat se referă la modul în care funcționează instituțiile comunitare pe care le vom analiza în următorul subcapitol, la procesul

decizional, la competențele Uniunii și ale statele membre, precum și la repartiția acestor competențe.

Dacă ar fi să definim Uniunea Europeană am putea spune că aceasta este o construcție economico-politico-socială care are ca scop promovarea intereselor economice, politice și sociale ale membrilor ei. Definiția pe care o găsim pe site-ul oficial al Uniunii Europene este: “*un parteneriat economic și politic unic între 28 de țări europene care împreună acoperă o mare parte a continentului*”<sup>160</sup>.

Uniunea Europeană este unică. Ea nu este un stat federal, la fel ca Statele Unite ale Americii, deoarece țările membre ale UE sunt și rămân națiuni suverane independente. Statele membre își transmit o parte a suveranității, având o influență și o putere colectivă mult mai mare decât în cazul în care ar acționa pe cont propriu, diferențindu-se astfel de SUA. Putem asemăna Uniunea cu o familie de țări care au ca principal obiectiv îmbunătățirea standardului de viață al cetățenilor care trăiesc în statele membre.

Vom prezenta în cele ce urmează câteva din trăsăturile economiei comunitare din perioada actuală:

- prezintă una dintre cele mai dinamice și competitive economii de pe Glob, alături de SUA și China;
- reprezintă cel mai important actor economic pe plan mondial, deținând în anul 2016 22% din PIB-ul mondial conform World Economic Outlook Database<sup>161</sup>;
- include 4 din cele mai dezvoltate state de pe Glob (din cele 10) în anul 2017: Germania, Marea Britanie, Franța, Italia<sup>162</sup>;
- include 4 state membre ale G8: Germania, Marea Britanie, Franța, Italia;
- 6 state UE dețineau în anul 2016 20,75% din exporturile mondiale din sectoarele tehnologie și produse industriale: Germania, Marea Britanie, Franța, Italia, Spania,

---

<sup>160</sup> European Union, 2016, [https://ec.europa.eu/neighbourhood-enlargement/policy/from-6-to-28-members\\_en](https://ec.europa.eu/neighbourhood-enlargement/policy/from-6-to-28-members_en), accesat la 03.07.2018

<sup>161</sup> FMI, 2016, *Report for Selected Country Groups and Subjects*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=77&pr.y=8&sy=2016&ey=2016&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001%2C998&s=NGDPD&grp=1&a=1#downoad>, accesat la 15.04.2018

<sup>162</sup> <https://www.weforum.org/agenda/2017/03/worlds-biggest-economies-in-2017/> accesat la 20.07.2018

Belgia<sup>163</sup>;

- cel mai dezvoltat sector este cel al serviciilor.

### **3.2. INSTITUȚIILE UNIUNII EUROPENE ȘI ROLUL ACESTORA**

Tratatul de la Lisabona aduce și modificări la nivelul instituțiilor Uniunii. În cele ce urmează vom prezenta pe scurt instituțiile cu cel mai important rol în coordonarea activității Uniunii Europene și vom încerca să prezentăm o parte dintre acțiunile întreprinse de acestea o dată cu apariția crizei declanșate în 2007 în Statele Unite.

Cetățenii Uniunii Europene sunt reprezentați prin intermediul **Parlamentului European**, care elaborează și adoptă legi împreună cu Consiliul de miniștri în mai multe domenii decât erau prevăzute în tratatele anterioare Tratatului de la Lisabona, consolidând astfel puterile legislative ale acestei instituții<sup>164</sup>.

Criza financiară din perioada 2007-2009 a demonstrat că există multe de îmbunătățit în ceea ce privește supravegherea financiară la nivelul Uniunii Europene cu atât mai mult cu cât instituțiile financiare din statele membre desfășoară activități și în afara spațiului european. Pentru a reflecta integrarea piețelor financiare din statele membre în Uniune, Parlamentul European a considerat necesară o supraveghere mai integrată la nivel european.

În acest scop, în noiembrie 2008 s-a hotărât necesitatea creării a trei autorități de supraveghere europene în vederea revizuirii reglementărilor în:

- **sectorul bancar**: European Banking Authority cu scopul de a îmbunătăți funcționarea pieței, asigurării transparenței, prevenirii arbitrajului, unei supravegheri și reglementări a riscurilor de credit și de altă natură;

---

163

<https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/WLD/Year/LTST/TradeFlow/EXPIMP/Partner/by-country> accesat la 29.06.2018

<sup>164</sup> Panizza, R., 2018, *Tratatul de la Lisabona*,

<http://www.europarl.europa.eu/factsheets/ro/sheet/5/tratatul-de-la-lisabona> accesat la 01.07.2018

- **sectorul valorilor mobiliare:** European Securities and Markets Authority cu scopul de „*a consolida protecția investitorilor și de a promova piețe stabile și ordonate*<sup>165</sup>”;
  - **sectorul asigurărilor și pensiilor:** European Insurance and Occupational Pensions Authority, cu scopul de „*a proteja consumatorii și a restabili încrederea în sistemul financiar*”<sup>166</sup>,
- normele de funcționare ale acestor autorități noi fiind stabilite de Parlamentul European și Consiliu în anul 2010.

Autoritatea bancară europeană (European Banking Authority - EBA) împreună cu BCE au supus băncile din UE la Teste de stres în anii 2011, 2012 și 2014 cu scopul de a prevedea nevoie viitoare de capital ale acestora, înainte de a lansa Mecanismul Unic de Supraveghere (Single Supervisory Mechanism)<sup>167</sup>. Măsurile adoptate în vederea restabilirii capitalului au fost diferite de la stat la stat, în funcție de necesitățile fiecărei țări.

Consiliul de miniștri numit și **Consiliul Uniunii Europene** este alcătuit din miniștri de resort ai guvernelor statelor membre ale Uniunii. Acesta are un rol determinant în stabilirea politicii economice a Uniunii, având puteri legislative și bugetare comune cu Parlamentul European. Prioritățile și direcția politică a Uniunii sunt stabilite de către Consiliul European, care este constituit din prim-miniștri și președinți ai statelor membre. Ca și principale atribuții, Consiliul European „*stabilește orientarea generală și prioritățile politice ale UE, dar nu adoptă acte legislative*”<sup>168</sup>. În responsabilitățile sale intră tratarea problemelor complexe care nu pot fi rezolvate la niveluri inferioare, trasează politica externă și de securitate în cadrul Uniunii Europene, nominalizarea și numirea candidaților în anumite roluri în cadrul BCE și Comisiei.

Interesele comunitare pe tipuri de activități, domenii și ramuri sunt reprezentate de **Comisia Europeană**, organism care trebuie să răspundă în fața Parlamentului

---

<sup>165</sup> <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are> accesat la 25.08.2018

<sup>166</sup> <https://eiopa.europa.eu/about-eiopa/missions-and-tasks> accesat la 25.08.2018

<sup>167</sup> p.54, <https://ec.europa.eu/info/system/files/eucountries-responses-to-financial-crisis.pdf>

<sup>168</sup> [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-council\\_ro](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-council_ro) accesat la 23.08.2018

European. Aceasta inițiază propuneri de legi, aplică politicile Uniunii, se ocupă de coordonarea programelor inițiate de către Uniune, având un rol important în purtarea negocierilor internaționale.

Încă de la începutul crizei, Comisia Europeană a lucrat împreună cu BCE și guvernele naționale pentru<sup>169</sup>:

- a menține stabilitatea financiară și a sprijini băncile printr-o mai bună activitate de supraveghere;
- a menține încrederea deponenților în sistemul bancar prin majorarea sumei depozitelor garantate la 100.000 euro/deponent/bancă;
- menținerea creditelor pentru întreprinderi și gospodării la un nivel accesibil;
- îmbunătățirea sistemului de guvernanță economică și financiară al UE.

Pentru a menține stabilitatea în Zona Euro și a rezolva situația tensionată din statele în care a apărut criza datorilor suverane, UE a creat Mecanismul European de Stabilitate Financiară, având o capacitate de creditare de până la 500 miliarde euro. Principalul instrument al UE pentru menținerea stabilității financiare a fost Pactul de stabilitate și creștere care avea în vedere:

- reducerea datoriei publice;
- modificarea condițiilor de declanșare a procedurii deficitului excesiv;
- politicile economice să fie coordonate anual de către comisie<sup>170</sup>.

În anul 2010 Comisia stabilește ca începând cu anul 2011 agențile de rating care își desfășoară activitatea în Uniunea Europeană trebuie să se înregistreze la Biroul central de supraveghere, să respecte normele acestuia și să facă publică metodologia de raiting pe care o aplică<sup>171</sup>.

În anul 2011, când Europa se confrunta cu criza datorilor suverane, Comisia Europeană

---

<sup>169</sup>EU, *Coordinated response to the 2008 crisis*, [https://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs\\_en](https://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_en), accesat la 23.08.2018

<sup>170</sup>Ibidem

<sup>171</sup>Eubanks, W., 2010, The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis, <https://fas.org/sgp/crs/row/R41367.pdf> accesat la 20.08.2018

a stabilit o strategie în 10<sup>172</sup> puncte ce prevedea direcțiile care trebuie urmate în vederea depășirii crizei:

- menținerea stabilității sectorului finanțier în ansamblul lui;
- o consolidare fiscală mai riguroasă;
- acțiuni în vederea corectării dezechilibrelor macroeconomice;
- sporirea atraktivității muncii;
- diminuarea șomajului prin reîncadrarea celor fără locuri de muncă pe piața muncii;
- “reformarea sistemului pensiilor”;
- “concilierea securității și flexibilității”;
- măsuri de stimulare a creșterii având în vedere piața unică;
- acordarea unei atenții deosebite atragerii capitalului privat;
- menținerea costului energiei la un nivel acceptabil<sup>173</sup>.

În vederea menținerii stabilității financiare, Comisia propune în octombrie 2017 ca firmele mari de investiții care desfășoară activități similare cu instituțiile bancare să fie considerate instituții de credit și prin urmare să se supună acelorași reglementări.

La nivelul Uniunii mai activează și alte instituții ale căror atribuții au avut conexiuni legate de criza economică analizată, dintre care amintesc :

- Comitetul economic și social, cu rol consultativ în luarea anumitor decizii politice;
- Comitetul regiunilor cu rol consultativ în probleme care privesc importanța regională;
- Banca Europeană de Investiții, cu rol în a acorda credite și a sprijini regiunile mai puțin dezvoltate;
- Curtea de justiție care se ocupă cu respectarea legislației la nivel european;
- Banca Centrală Europeană care are rol de a stabili și implementa politica monetară și a se ocupa de gestionarea monedei unice;
- Curtea de conturi fiind responsabilă cu gestionarea bugetului Uniunii<sup>174</sup>.

---

<sup>172</sup> Comisia Europeană, 2011, “Analiza anuală a creșterii: formularea răspunsului cuprinsător al UE la criză”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52011DC0011>

<sup>173</sup> Ibidem

<sup>174</sup> Fontaine, P., 2014, *Să înțelegem politicile Uniunii Europene. 12 lecții despre Europa*, Oficiul pentru Publicații al Uniunii Europene, Luxemburg, p.15, <https://publications.europa.eu/ro/publication-detail/-/publication/2d85274b-0093-4e38-896a-12518d629057>, accesat la 10.07.2018

**Comitetul Economic și Social European** a avut în vedere diminuarea volumului creditelor neperformante în toate țările membre, pe parcursul crizei, accentuând faptul că acestea reprezintă un risc de solvabilitate și pot genera instabilitatea sistemului finanțier la nivelul întregii UE. O măsură obligatorie care Comitetul consideră că trebuie luată de instituțiile financiare este de a elimina din bilanț datoriile “afectate”, care la sfârșitul anului 2017 erau încă la un nivel considerabil. Problema creditelor neperformante este încă una actuală având în vedere că la finalul anului 2017 se înregistra un volum al creditelor neperformante de 813 miliarde euro la nivelul Uniunii Europene.

Criza din perioada 2007-2009 este considerată de către **Comitetul Regiunilor** ca fiind o încercare, o probă pentru economia de piață. În anul 2009, Comitetul Regiunilor a solicitat atât Comisiei Europene cât și statelor membre revizuirea sistemului finanțier pentru a preveni situații similare și transează câteva direcții care trebuie urmate:

- stabilirea unor cote de capital care să fie sigure în cazul unei noi crize;
- consideră că sistemul bancar paralel trebuie eliminat;
- interzicerea produselor derivative care nu pot fi reglementate;
- eliminarea avantajelor fiscale din sectorul finanțier care sunt considerate a prezenta riscuri sistemic;
- agențiile de rating ar trebui să aibă un statut public și să fie atent monitorizate la nivel internațional<sup>175</sup>.

Acesta subliniază importanța autorităților locale și regionale în depășirea crizei, solicitând Comisiei să ia măsuri ca acestea să aibă acces facil la finanțarea comunitară.

După izbucnirea crizei, investițiile la nivelul Uniunii s-au redus, motiv pentru care Parlamentul și Consiliul au pus bazele Fondului European de Investiții Strategice în anul 2015, cu scopul de a realiza investiții private cu ajutorul fondurilor publice. S-a luat decizia de a-i acorda Băncii Europene de Investiții (BEI) o garanție de 16 miliarde EUR, cu un angajament din partea acesteia de 5 miliarde euro, fondurile mobilizate

---

<sup>175</sup> UE, 2009, *Avizul Comitetului Regiunilor privind pachetul de redresare economică și rolul autorităților locale și regionale (2009/C 200/04)*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, p.14, <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/df43f596-52eb-4069-a87a-e4bf85e7df95/language-en> accesat la 23.08.2018

fiind de 315 miliarde euro<sup>176</sup>. În decembrie 2017 se hotărăște prelungirea Fondului European de Investiții Strategice până în anul 2020, garanția UE este majorată la 26 miliarde Euro, iar angajamentul Băncii Europene de Investiții la 7,5 miliarde euro, scopul acestor măsuri fiind de a genera investiții suplimentare de 500 miliarde euro.

Tratatul de la Lisabona stabilește cu claritate rolul Uniunii Europene, al statelor membre precum și puterile pe care acestea le exercite în comun. Statele membre au în responsabilitate domenii precum educație, sănătate, iar atribuțiile comune sunt exercitate în domenii precum transport, energie, agricultură.

Este respectată egalitatea între statele membre, prin tratat protejându-se diversitatea etnică și culturală a acestora. Ca noutate adusă de acest tratat este faptul că oricare stat membru are dreptul să se retragă din Uniune stabilindu-se foarte clar măsurile și mecanismele de aplicare a acestei decizii.

În urma crizei din 2008, instituțiile Uniunii și statele membre au acordat o mai mare importanță prevederilor implementate prin Tratatul de la Lisabona cu scopul de a consolida situația economică din Uniune. Scopul acestor demersuri a fost de a crea un mediu economic stabil, care să ofere siguranță membrilor ei și să mențină credibilitatea monedei unice în plan internațional.

### **3.3. MEDIUL ECONOMIC ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ ÎN PERIOADA 1999-2007**

Instituirea monedei unice euro ca expresie sintetică a integrării monetare europene, a fost semnul cel mai vizibil al Uniunii Monetare Europene. Politica monetară unică și-a intrat efectiv în "drepturi" la începutul anului 1999. Începând cu 1 ianuarie 1999 a fost "creată moneda unică - euro-",<sup>177</sup> fiind utilizată doar de bănci și piețele financiare sub forma monedei electronice, până la 1 ianuarie 2002, când a fost pusă și la dispoziția populației sub formă de monede și bancnote.

---

<sup>176</sup> <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/ro/sheet/17/banca-europeana-de-investitii> accesat la 23.08.2018

<sup>177</sup> BCE, 2007, *Cum a devenit euro moneda noastră. Scurt istoric al bancnotelor și monedelor euro*, p.7, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro\\_became\\_our\\_moneyro.pdf?c0225a76481b4fb91f78da48cebc43e6](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro_became_our_moneyro.pdf?c0225a76481b4fb91f78da48cebc43e6) accesat la 11.05.2018

Țările membre ale Uniunii Europene erau într-o perioadă de ascensiune economică. Ratele dobânzilor erau scăzute iar condițiile economice erau favorabile unei creșteri economice susținute, noua monedă având un rol semnificativ. S-au eliminat unele costuri precum cele aferente diferenței de curs sau a volatilității cursului valutar, prețurile practicate în statele membre devenind mai transparente și putând fi mai ușor comparate.

Conform raportului BCE, la zece ani de la adoptarea monedei unice, acesteia îi pot fi atribuite câteva efecte pozitive, resimțite în interiorul Zonei Euro:

- majorarea cu 10% din PIB a volumului schimburilor comerciale din Zona Euro;
- favorizarea concurenței și a convergenței din interiorul Zonei Euro;
- companiile au devenit mai competitive;
- țările membre au devenit mai competitive la nivel internațional;
- încurajarea investițiilor străine directe;
- îmbunătățirea circulației capitaturilor prin eliminarea diferențelor de curs valutar, diminuarea costului capitalului;
- moneda euro era folosită pe plan internațional, ca monedă de schimb<sup>178</sup>.

Crizele economice din Asia și Rusia din perioada 1997-1998 au afectat țările Uniunii Europene, acestea resimțind efectele celor două crize. Piețele de capital au fost cele mai afectate, investitorii pierzându-și parțial încrederea în piețele din interiorul Uniunii.

În timp, politica monetară s-a concretizat într-o viziune de ansamblu la nivelul Zonei Euro și, implicit, la cel al Uniunii în ansamblul ei. Datorită poziției sale investiționale, începând cu 1998, UE a cunoscut o deschidere mai mare atât în interiorul său, între statele membre cât și către restul lumii. Volumul exporturilor și importurilor de bunuri înregistrau în 1998 aproximativ 26% din PIB, fiind în continuă creștere, ajungând în 2007 la 33% din PIB. Ratele dobânzilor s-au diminuat, iar în decembrie 1998, toate Băncile Centrale Naționale din interiorul Uniunii și-au *“redus rata dobânzii de politică monetară într-un demers concentrat [...] această decizie reprezentând debutul de facto”*

---

<sup>178</sup> BCE, 2008, *Buletin lunar a 10-a aniversare a BCE*, [http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuIjcAhUNa1AKHFBwBjEQFghVMAc&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AOvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV\\_fg](http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuIjcAhUNa1AKHFBwBjEQFghVMAc&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AOvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV_fg), accesat 05.07.2018, p.92

*al UEM*<sup>179</sup>.

Începând cu anul 1999 analiza economică și analiza monetară transmiteau semnale contradictorii. Rata inflației era scăzută față de perioadele anterioare și se situa sub plafonul stabilit de BCE. Prețul petrolului a început să crească după ce pentru o perioadă îndelungată s-a menținut la 10 USD/baril, moneda euro s-a depreciat, aceste modificări generând o creștere a prețurilor. Agregatul monetar M3 s-a accelerat și el, crescând și volumul creditelor care au fost acordate în sectorul privat.

Având în vedere mediul economic, BCE a hotărât reducerea ratelor dobânzii la principalele operațiuni de refinanțare de la 3% la 2,5%, aceasta fiind privită ca o măsură de precauție pentru îndeplinirea obiectivului fundamental: stabilitatea prețurilor.

Perioada 1999-2000 este caracterizată printr-o creștere a volumului produselor din import, a prețului petrolului și a altor produse energetice, fiind impactate prețurile pe termen scurt. Moneda euro și-a continuat deprecierea însă cu toate acestea începutul anului 2000 s-a arătat extrem de favorabil, activitatea economică înregistrând o creștere susținută care a generat un impact favorabil și în rândul investitorilor.

Agregatul M3 s-a situat peste valoarea de referință de 4,5%, în perioada 1999-2000, ceea ce a generat o presiune inflaționistă care amenință stabilitatea prețurilor în sens ascendent. În vederea menținerii obiectivului fundamental, Consiliul Guvernatorilor a aplicat majorări ale ratelor dobânzii de referință în perioada noiembrie 1999 – octombrie 2000. Rata minimă a dobânzii la principalele operațiuni de refinanțare a fost de 4,75%, majorările în perioada menționată cumulând 2,25% puncte de bază.

Evoluția M3 în Zona Euro este prezentată în graficul de mai jos. Valoarea acestuia a fost relativ constantă până în anul 2000, când s-a înregistrat o scădere, urmând să crească începând cu aprilie 2001 și depășind cu mult valoarea inițială la finele anului 2001. Observăm că acesta și-a continuat creșterea până în anul 2003, când a scăzut ușor.

---

<sup>179</sup> Cerna, S., 2014, *Politica Monetară*, Editura Academiei Române, București, p.345

**Fig.11 Variația agregatului monetar M3 în perioada 1999-2007. Zona Euro**



Sursa: BCE, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

Expansiunea creditului începând cu sfârșitul anului 2005 a fost una alertă, în special în sectorul privat, lucru care s-a reflectat și în dinamica agregatelor monetare. Acestea și-au continuat evoluția de creștere începută în anul 2004, aşa cum rezultă și din graficul de mai sus, înregistrând o expansiune a masei monetare.

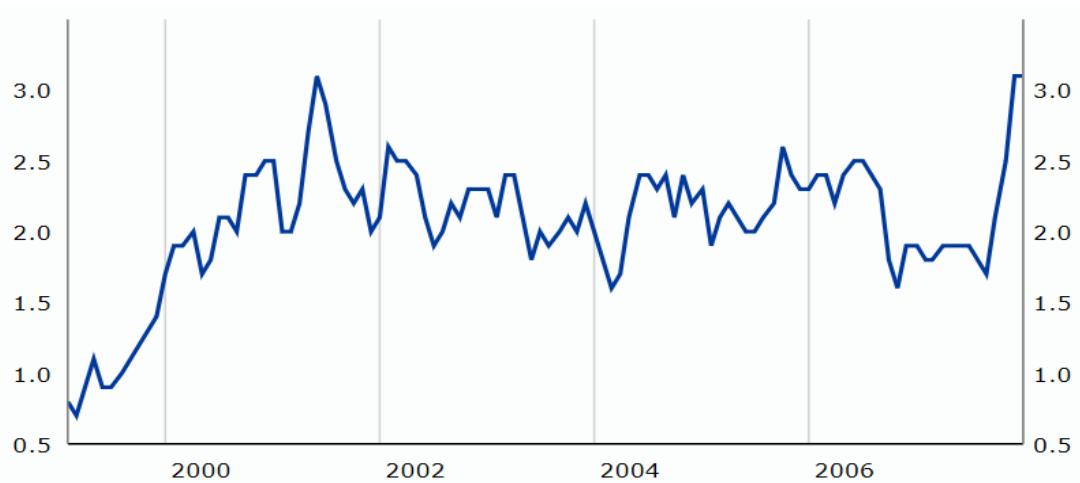
Perioada 2006-2007 s-a caracterizat prin acumulare de lichiditate, creștere alertă a volumului creditelor acordate care au determinat o expansiune alertă a agregatului M3, toate acestea indicând riscuri în privința stabilității prețurilor pe termen mediu, având în vedere că dinamica anuală a M3 s-a situat peste valoarea de referință de 4,5%.

În perioadă 2005-2007, au început să apară semne de neliniște cu privire la stabilitatea prețurilor, acestea fiind transmise de analiza monetară și economică, datorită nivelului foarte scăzut al dobânzilor. Astfel, începând cu sfârșitul anului 2005, pâna la mijlocul anului 2007 au fost majorate ratele dobânzilor reprezentative ale BCE cu 2%, ajungând în iulie 2007 la 4%. Creșterea economică a înregistrat un ritm semnificativ, în special datorită cererii interne, PIB-ul real situându-se în anul 2005 la 1,6%, iar în 2006 la 2,8%, însă cu toate acestea creșterile salariale au fost reduse.

Începând cu decembrie 2007 valoarea agregatului monetar a început să scadă, fiind resimțite efectele crizei subprime din Statele Unite. Volumul masei monetare, respectiv

al componentelor M3 s-a diminuat deoarece companiile și populația nu mai aveau disponibilități pentru a investi sau a-le plasa în depozite. Investitorii s-au reorientat spre titluri de stat, acestea fiind considerate investiții financiare cu un risc mai scăzut decât plasamentele în depozite.

**Fig.12 Variația inflației în perioada 1999-2007. Zona Euro**



Sursă: BCE, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

Începând cu anul 1998, rata inflației a scăzut semnificativ datorită pregătirii țărilor pentru adoptarea monedei euro. Așa cum rezultă din graficul de mai sus, rata anuală a inflației a înregistrat o ușoară scădere în perioada 2000-2001, când moneda euro a început să se aprecieze în raport cu principalele valute, deși în perioada respectivă prețul barilului de petrol era în scădere, urmând ca după această perioadă rata inflației să fie în continuă creștere.

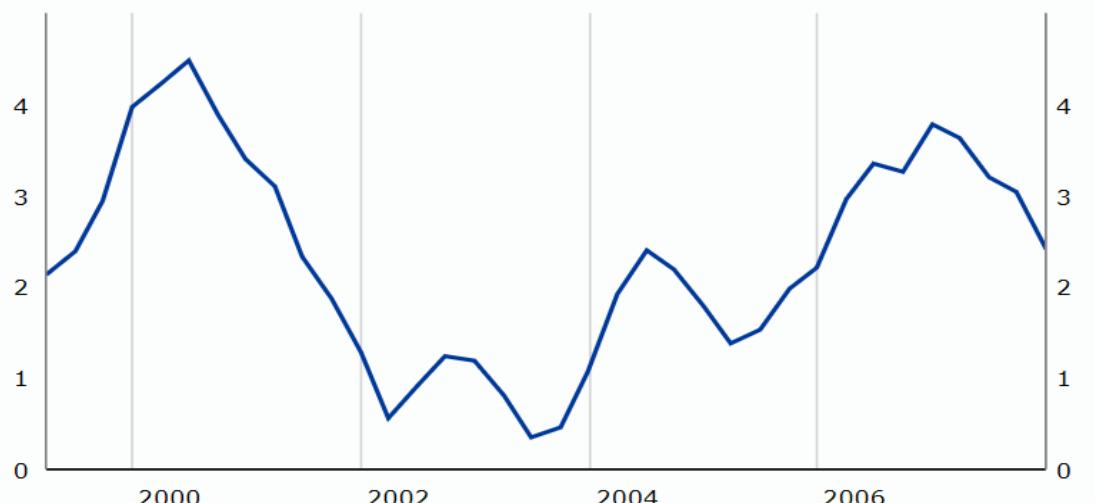
Presiunile inflaționiste s-au menținut la un nivel redus la fel ca și creșterea economică în perioada 2004-2005. Anul 2005 s-a evidențiat printr-o intensificare a activității economice, generată de condițiile de creditare avantajoase. Aceste au generat la rândul lor o creștere a investițiilor. Inflația a înregistrat un nivel de 2,2%, fiind amenințată stabilitatea prețurilor pe termen mediu, precum și pe termen lung, datorită creșterii masei monetare.

Rata inflației a fost fluctuantă în perioada 2005-2007, situându-se în intervalul 1,9%-

2,2%, datorită modificărilor prețurilor la energie și petrol. La sfârșitul anului 2007, rata inflației înregistra un nivel mult peste 2%. Evoluția inflației este corelată cu evoluția prețurilor la energie și petrol. O creștere a prețului energiei și a petrolului va genera o creștere a ratei inflației, în timp ce o scădere a acestora va duce la o diminuare a ratei inflației.

Creșterea economică a fost una redusă în perioada 2001-2003, creditele acordate sectorului privat înregistrând un nivel relativ redus. PIB-ul a înregistrat o creștere de 1,9% în 2001, iar în 2002 s-a majorat cu 0,9% în termen nominali. Anul 2003 aduce stabilitatea ratelor dobânzii, rămânând la nivelul de 2% în ultimii doi ani. Inflația a înregistrat o evoluție ascendentă (2,1%), pe fondul creșterii prețului petrolului și al alimentelor. Tot în această perioadă moneda europeană a înregistrat o ușoară apreciere.

**Fig.13 Evoluția PIB-ului Zonei Euro în perioada 1999-2007**



Sursă: BCE, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

Rata ocupării forței de muncă a înregistrat o accelerare semnificativă în ceea ce privește locurile noi de muncă, din 1999 până în anul 2008, fiind create peste 16 milioane de locuri de muncă comparativ cu 6 milioane în perioada 1990-1998. Așa cum rezultă și din graficul de mai jos, rata șomajului a scăzut până în anul 2003, urmând ca în perioada 2004-2005 să înregistreze o creștere, urmată de o scădere abruptă, generată de criza care și-a făcut simțită prezența.

**Fig.14 Evoluția ratei șomajului în Zona Euro în perioada 1999-2007**



Sursă: BCE, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

În perioada 1999-2004 nivelul exporturilor a fost în creștere, la fel ca și activitatea economică datorită volumului creditelor acordate întreprinderilor și sectorului privat. Ratele dobânzilor reprezentative au fost diminuate în perioada 2001-2003, atingând la mijlocul anului 2003 nivelul record de 2%.

Anul 2006 a fost un an prielnic Zonei Euro, aceasta înregistrând evoluții mai bune decât SUA. Dacă comparăm volumul importurilor și exporturilor în ceea ce privește bunurile și serviciile ca pondere din PIB, Zona Euro înregistra 42% din PIB, comparativ cu SUA care înregistra aproximativ 28%, 18% din volumul exporturilor la nivel mondial fiind realizat de către statele membre ale Eurosistemului<sup>180</sup>.

Începând cu a doua jumătate a anului 2007, perspectiva creșterii economice este pusă sub semnul întrebării. Atât analiza economică cât și cea monetară indicau o amenințare la adresa stabilității prețurilor. Volumul creditelor din sectorul privat era în creștere, la fel ca și masa monetară.

<sup>180</sup> BCE, 2008, *Buletin lunar a 10-a aniversare a BCE*, [http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuljcAhUNa1AKHFBwBjEQFghVMAc&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AOvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV\\_fg](http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuljcAhUNa1AKHFBwBjEQFghVMAc&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AOvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV_fg), accesat 05.07.2018, p.14

Moneda unică euro și-a câștigat foarte rapid credibilitatea pe piețele internaționale, dovedindu-se a fi o monedă stabilă. Politica monetară comună este și ea performantă, reprezentând un factor important în menținerea stabilității prețurilor, ceea ce a determinat și menținerea inflației din Zona Euro în intervalul 1,8% - 2,3% (aproape de 2%) în perioada septembrie 2001- august 2007.

Multe dintre obiectivele politicii monetare comune au rămas neîndeplinite în perioada 1999-2007. În perioada următoare a fost îndreptată atenția asupra acestor obiective, printre care amintim stimularea dinamismului economic al Zonei Euro și îmbunătățirea coordonării dintre politicile monetare naționale ale statelor membre, autoritățile din Zona Euro trebuind să facă față efectelor generate de creșterea prețurilor la nivel mondial.

## **CAP.4. BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ ȘI BANCA REZERVELOR FEDERALE**

### **4.1. ROLUL BĂNCILOR CENTRALE ÎN ECONOMIE**

Rolul băncilor centrale a evoluat în timp. În secolul XVII băncile centrale aveau ca scop „finanțarea statului pentru campaniile militare și stabilizarea monedei după episoade de hiperinflație”<sup>181</sup>. După ultima criză economică traversată putem spune că rolul acestora s-a schimbat, ele având un important rol în menținerea stabilității economice.

La modul cel mai general, o bancă centrală are ca principal scop să mențină stabilitatea economică și puterea de cumpărare. Acest lucru se realizează prin menținerea stabilității prețurilor pe o perioadă lungă de timp. Politica monetară aplicată pe termen scurt, influențează producția, forța de muncă și inflația, în timp ce pe termen lung are impact asupra inflației<sup>182</sup>.

“Menținerea stabilității prețului și a stabilității sistemului finanțier sunt obiective importante ale băncilor centrale, însă acestea nu reușesc să rezolve toate problemele economice, în special într-o economie caracterizată prin rate ale dobânzii aproape de 0%”<sup>183</sup> spunea guvernatorul Băncii Japoniei, Masaaki Shirakawa în anul 2012. Aceeași părere este împărtășită și de Ben Bernanke care referindu-se la situația economică din Statele Unite după criza din 2007 consideră că “Politica monetară este un instrument puternic, însă nu este un medicament pentru problemele cu care se confruntă SUA”<sup>184</sup>.

Rolul băncilor centrale a suferit modificări pe parcursul timpului. Aceasta s-a datorat perioadelor de criză prin care au trecut economiile de-a lungul timpului, precum și

---

<sup>181</sup> Mihailovici, G., 2015, *Politicele monetare și științele de graniță în context European*, Studii și cercetări economice, Centrul de Informare și Documentare Economică, p.8

<sup>182</sup> Danilă, N., 2012, *Rolul băncilor centrale în creșterea economică*, <http://www.bnr.ro/Rolul-bancilor-centrale-in-cresterea-economica-8492.aspx#top> , accesat la 04.06.2018

<sup>183</sup> Shirakawa, M., 2012, *Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?* Bank of Japan, Lecture at the London School of Economics and Political Science, [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2012/data/ko120111a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2012/data/ko120111a.pdf) , p.10

<sup>184</sup> Bernanke, B., 2011, *Statement by Ben S. Bernanke Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Joint Economic Committee*, U.S. Congress <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20111004a.pdf> , p.7, accesat la 01.07.2018

introducerii unor noi instrumente de lucru pentru băncile centrale.

Prin Acordul de la Bretton Woods se impunea un regim fix al cursurilor de schimb raportat la dolar. Politica monetară avea un rol redus, politica fiscală fiind mai proeminentă. În perioada anilor '60, s-a înregistrat o creștere alertă a inflației la nivelul tuturor statelor din întreaga lume, datorită războiului din Vietnam, iar sistemul stabilit la Bretton Woods a început să-și arate limitele.

Statele Unite au folosit toate pârghiile politicii fiscale, deoarece aveau ca principal obiectiv un grad ridicat al ocupării forței de muncă. Cu toate acestea SUA nu a reușit să mențină inflația la o rată apropiată de cea de la începutul anilor '60. După aceste episoade, tot mai mulți economiști au înțeles rolul politicii monetare și faptul că aceasta are o importanță deosebită în temperarea inflației și menținerea stabilității economice. Economiștii monetariști precum Milton Friedman, Robert Lucas sau Anna Schwartz erau de părere că este nevoie de o creștere constantă a masei monetare pentru ca stabilitatea economică să se mențină.

Perioada anilor '70 a adus cu sine șocuri petroliere, care au dus la inflație și crize economice. În această perioadă băncile centrale erau mai preocupate de menținerea cursului de schimb decât de crearea de locuri de muncă. Obiectivul băncilor centrale s-a modificat pe la începutul anilor '90 axându-se pe „*creșterea indicelui general al prețurilor [...] într-o marjă de 1%-3%*”<sup>185</sup>.

În perioada 1980-2007, băncile centrale s-au bucurat de o credibilitate crescută pe baza rezultatelor pozitive obținute în această perioadă: reducerea inflației și menținerea acesteia la niveluri scăzute, precum și atenuarea episoadelor de criză. Rolul băncilor centrale privea în special menținerea stabilității macroeconomice, utilizând ca instrument principal rata dobânzii de politică monetară.

A fost creată astfel convingerea că politica monetară a fost instrumentul care a reușit să reducă fluctuațiile economice și să ajute la creșterea economică. Astfel banca centrală

---

<sup>185</sup> Cerna, S., 2014, *Criza și redefinirea rolului băncilor centrale*,  
[https://www.researchgate.net/publication/269930458\\_CRIZA\\_SI\\_REDEFINIREA\\_ROLULUI\\_BANCILOR\\_CENTRALE\\_Text\\_final](https://www.researchgate.net/publication/269930458_CRIZA_SI_REDEFINIREA_ROLULUI_BANCILOR_CENTRALE_Text_final), p.6, accesat la 02.06.2018

a fost considerată principala instituție care poate lupta împotriva fenomenului inflaționist, ceea ce a dus la formarea strategiei de țintire a inflației, care s-a răspândit în întreaga lume încă din 1990. Condiția principală pentru atingerea unui astfel de obiectiv a fost considerată ca fiind independența băncii centrale.

Anii 2000 aduc ca principal obiectiv al băncilor centrale țintirea inflației, lăsând menținerea stabilității economice în sarcina guvernelor. Această strategie a fost bazată pe date statistice și a fost aplicată cu succes. Perioada ce a urmat a fost denumită de economisti “The great moderation” datorită faptului că fluctuațiile economice s-au diminuat.

Cu toate acestea s-a dovedit pe parcursul timpului că un nivel mai ridicat al inflației nu duce la o diminuarea a ratei șomajului, ci mai degrabă este un factor care temperează creșterea economică și afectează populația mai săracă. Având în vedere toate acestea putem considera că stabilitatea prețurilor este „*piatra de temelie a politicii monetare*”<sup>186</sup>.

Acțiunile care privesc menținerea stabilității prețurilor precum ratele de dobândă ridicate, nu sunt populare din punct de vedere politic, motiv pentru care este foarte important ca băncile centrale să se bucure de independență pentru ca măsurile impuse de acestea să fie credibile.

Această abordare de țintire a inflației a fost prielnică deoarece în țările în care a fost aplicată s-a înregistrat creștere economică, iar inflația și șomajul s-au situat la un nivel scăzut. Se consideră că stabilitatea prețurilor și stabilitatea economică merg în aceeași direcție. Criza din perioada 2007-2009 ne-a demonstrat că stabilitatea prețurilor ca obiectiv singular al băncilor centrale, este insuficientă pentru a menține stabilitatea economică, acestea fiind nevoie să ia măsuri și să privească dincolo de obiectivul lor inițial.

---

<sup>186</sup> Eichengreen, B., & all, 2011, *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/Rethinking-Central-Banking.pdf>, p.4, accesat la 03.07.2018

Stabilitatea finanțiară nu intra în “*lista sarcinilor încredințate băncilor centrale*”<sup>187</sup>, nefiind unul dintre obiectivele tradiționale ale acestora. Pentru a menține stabilitatea finanțiară băncile centrale s-ar putea folosi de rolul lor de “creditor de ultimă instanță”, însă ar trebui să acționeze în același timp și ca un “cumpărător de ultimă instanță” pentru a cumpăra activele care își pierd valoarea, ceea ce ar duce la implicarea lor în tranzacții care sunt în afara domeniului lor tradițional de activitate<sup>188</sup>.

Putem concluziona că o bancă centrală sau un sistem al băncilor centrale, cum este cazul FED sau BCE, reprezintă o autoritate monetară care:

- răspunde de politica monetară a unei țări sau, cum este cazul UE a unui grup de țări;
- are ca principal obiectiv: menținerea stabilității prețurilor;
- se ocupă de menținerea stabilității monedei naționale;
- stabilește ratele dobânzilor;
- poate acorda împrumuturi altor bănci, de exemplu băncilor comerciale din statul respectiv sau băncilor centrale din alte țări;
- este singura care are dreptul de a acționa ca și “creditor de ultimă instanță”;
- se ocupă de supravegherea celorlalte bănci din sistem<sup>189</sup>.

#### **4.2. ORGANIZAREA ȘI CAPITALUL BĂNCII CENTRALE EUROPENE**

Banca Centrală Europeană împreună cu Băncile Centrale Naționale ale statelor membre ale UE constituie Sistemul European al Băncilor Centrale (SEBC). BCE împreună cu Băncile Centrale Naționale ale celor 19 țări (din cele 28) care au adoptat moneda unică euro, formează Eurosistemul. Atât SEBC cât și Eurosistemul nu au personalitate juridică, nu pot lua decizii proprii, BCE și Băncile Centrale Naționale ducând la îndeplinirea obiectivelor Eurosistemului, respectiv a SEBC.

---

<sup>187</sup> Cerna, S., 2014, *Criza și redefinirea rolului băncilor centrale*, [https://www.researchgate.net/publication/269930458\\_CRIZA\\_SI\\_REDEFINIREA\\_ROLULUI\\_BANCILOR\\_CENTRALE\\_Text\\_final](https://www.researchgate.net/publication/269930458_CRIZA_SI_REDEFINIREA_ROLULUI_BANCILOR_CENTRALE_Text_final), p.12 accesat la 02.06.2018

<sup>188</sup> Ibidem, p.13

<sup>189</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006ro.pdf>

<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2008/rochet031209.pdf?la=en>

Banca Centrală Europeană (BCE) având sediul la Frankfurt, este banca centrală a Uniunii Europene și are funcția de administrare a politicii monetare în cele 19 țări care utilizează moneda euro.

Decizia de instituire “*a unui sistem care să îndeplinească funcțiile băncii centrale pentru euro, nu a unei bănci centrale unice*”<sup>190</sup> s-a luat având în vedere diversitatea economică, politică și culturală a Zonei Euro, precum și datorită faptului că la nivel politic nu ar fi fost acceptată idea de a concentra “*activitatea de bancă centrală într-un singur loc*”<sup>191</sup>. Practic prin SEBC se stabilește legătura dintre BCE și băncile centrale naționale, creând un cadru instituțional care să asigure că sunt îndeplinite obiectivele propuse, iar procesul decisional este unul centralizat<sup>192</sup>.

Eurosistemul are ca principal obiectiv menținerea stabilității prețurilor, acesta având următoarele beneficii:

- permite alocarea mai eficientă a resurselor pe piață;
- menținerea inflației la un nivel optim apropiat de 2%;
- susține creșterea economică;
- împiedică redistribuirea nejustificată a veniturilor doar spre o anumită industrie sau categorie de persoane<sup>193</sup>.

Pe lângă acest obiectiv principal, SEBC mai are câteva obiective secundare precum:

- definirea politicii monetare a Eurosistemului precum și implementarea acesteia;
- asigurarea funcționării optime a sistemului de plăți;
- administrarea rezervelor valutare oficiale ale băncilor componente ale Eurosistemului;
- derularea operațiunilor valutare;
- emiterea monedei euro;
- se ocupă de supravegherea financiară;
- obținerea informațiilor statistice și prelucrarea lor cu scopul de a îndeplini obiectivele Eurosistemului.

<sup>190</sup> BCE, 2006, *Istoric, Rol și Funcții. Banca Centrală Europeană*,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006ro.pdf>, p.44

<sup>191</sup> Ibidem

<sup>192</sup> Ibidem

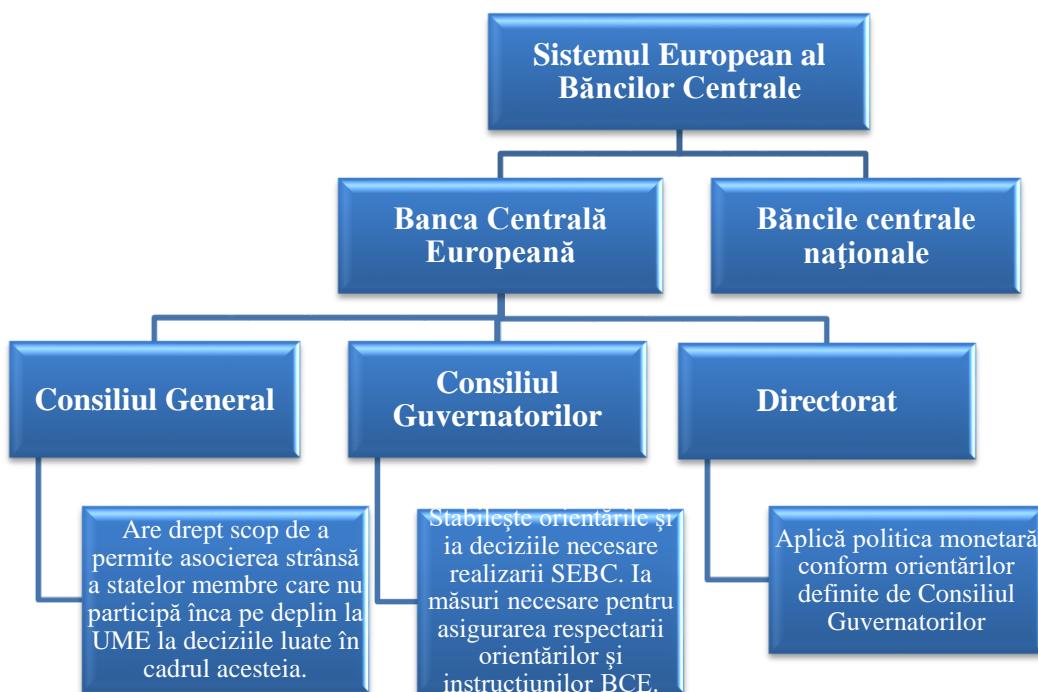
<sup>193</sup> Ibidem, p.44

#### **4.2.1. ORGANIZAREA BĂNCII CENTRALE EUROPENE**

În conformitate cu prevederile Articolului 107 ale Tratatului asupra Uniunii Europene, BCE are personalitate juridică, formând nucleul arhitecturii complexe a Eurosistemului și a Sistemului European al Băncilor Centrale.

Băncile Centrale Naționale din Zona Euro fac parte din Eurosistem. Aceste bănci centrale pot executa și alte funcții în afara cadrului Eurosistemului atât timp cât ele nu influențează obiectivele și misiunile acestuia. Numeroase bănci centrale naționale execută operațiuni financiare pe cont propriu și exercită supravegherea prudențială asupra instituțiilor de credit naționale. Băncile Centrale Naționale din țările membre ale Uniunii Europene care nu participă la Zona Euro sunt și ele membre ale SEBC, însă au un statut special. Băncile Centrale Naționale din aceste state<sup>194</sup> sunt lipsite de anumite drepturi dar și de anumite obligații în cadrul SEBC și își pot conduce propriile lor politici monetare. Nu iau parte la procesul de formulare a politicii monetare unice pentru Zona Euro și nici la implementarea acesteia.

**Fig.15 Sistemul European al Băncilor Centrale**



<sup>194</sup> Marea Britanie, Suedia, Danemarca, Romania, Bulgaria, Cehia, Polonia, Ungaria, Estonia, Letonia, Lituania

*Sursă:* prelucrare autor după Basno & Dardac<sup>195</sup>

Importanța Băncii Centrale Europene decurge din faptul ca pentru prima data în istorie, emite moneda pentru toate țările membre ale Zonei Euro, eliberează statele membre de limitările bugetare și le deschide noi căi de îmbogățire.

**Conducerea Băncii Centrale Europene** este asigurată de un Consiliu al Guvernatorilor, care stabilește orientările generale și politicele monetare, și un Consiliu Director, compus din președinte și vicepreședinte, însărcinați cu aplicarea măsurilor decise de Consiliul Guvernatorilor.<sup>196</sup>

**Consiliul Guvernatorilor** are în componență să membrii Comitetului director și guvernatorii băncilor centrale. Pentru a lua decizii asupra rezolvării problemelor monetare, acesta se întrunește de minimum zece ori pe an. Deciziile sunt adoptate prin intermediul votului, fiecare membru al consiliului având drept de vot, cu condiția ca minim două treimi din membrii să fie prezenți. În cazul în care există egalitate de voturi, președintele este cel care va avea decizia finală.

În vederea adoptării unor decizii, voturile membrilor Consiliului Guvernatorilor sunt ponderate conform repartiției capitalului subscris al Băncii Centrale Europene de băncile centrale naționale. Consiliul Guvernatorilor adoptă orientările și deciziile necesare pentru a îndeplini sarcinile care le-au fost încredințate de SEBC. Tot acesta este cel care stabilește politica monetară și decide obiectivele monetare intermediare, ratele dobânzilor și structura rezervelor valutare.

**Comitetul Director** este alcătuit din președinte, vicepreședinte cărora li se adaugă alți patru membri. Recomandarea acestor membri este făcută de către Consiliului European, fiind selectate doar persoane cu experiență profesională recunoscută în domeniul monetar sau bancar. Aceștia sunt desemnați de către reprezentanții statelor membre, numai după consultarea Parlamentului European și a Consiliului Guvernatorilor. Mandatul lor are o durată de opt ani și nu poate fi reînnoit<sup>197</sup>.

---

<sup>195</sup> Basno, V.& Dardac, N., 2008, *Management Bancar*, Editura Economică, Bucuresti, p. 268

<sup>196</sup> Dragos, D.C., 2005, *Uniunea Europeană. Institutiile. Mecanisme*, Editura All Beck, Bucuresti, p.86

<sup>197</sup> Voinea, G., 2004, *Mecanisme și tehnici valutare internaționale*, Editura Sedcom Libris, Iasi, p.278

Președintele coordonează Consiliul Guvernatorilor și Comitetul Director al Băncii Centrale Europene reprezentând totodată Banca Centrală Europeană în relația sa cu celelalte bănci centrale dar și cu populația. **Consiliul General** are în componență sa președintele, vicepreședintele și guvernatorii băncilor centrale naționale. Ceilalți membri ai Comitetului Director au dreptul de a participa fără drept de vot la reunurile Consiliului General.

Principalele funcții ale Consiliului General sunt: execută sarcinile tranzitorii, sprijină îndeplinirea funcțiilor consultative și colectarea informațiilor statistice, elaborează rapoartele de activitate, stabilește regulile necesare standardizării procedurii contabile și informații asupra operațiunilor băncilor centrale naționale, stabilește condițiile de angajare a personalului Băncii Centrale Europene.

**Comitetul Economic și Financiar** are în vedere coordonarea politicilor monetare ale statelor membre. Cele mai importante misiuni ale acestei instituții sunt:

- formularea avizelor fie la cererea Consiliului European sau a Comisiei, fie din proprie inițiativă;
- urmărește situația economică și financiară a statelor membre ale Uniunii și prezintă un raport Consiliului European, dar totodată și Comisiei Europene în legătura cu acestea;
- pregătește lucrările Consiliului Guvernatorilor care se referă la anumite articole din Tratat;
- cel puțin o dată pe an examinează circulația capitalurilor și efectuarea plășilor care rezultă din aplicare Tratatului și din măsurile aplicate de Consiliu;
- propune soluții de îmbunătățire și prezinta un raport Comisiei și Consiliului în legătură cu rezultatele examinarii.

#### **4.2.2. CAPITALUL BĂNCII CENTRALE EUROPENE**

Capitalul Băncii Centrale Europene însumă 10 825 007 069,61 miliarde euro la data de 01.01.2015<sup>198</sup>. Aceasta se poate majora prin decizia Consiliului Guvernatorilor. Voturile membrilor Consiliului sunt ponderate în funcție de repartiția capitalului subscris de

---

<sup>198</sup> Date publicate pe site-ul oficial al BCE, 2015,  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.ro.html>, accesat la 04.07.2018

către Băncile Centrale Naționale (BNC) la BCE. Decizia de majoritate calificată se adoptă cu condiția ca voturile exprimate pentru majorarea capitalului să reprezinte cel puțin 2/3 din capitalul subscris la BCE și cel puțin 50% din acționari.

Consiliul Guvernatorilor este cel care decide asupra quantumului capitalului exigibil precum și a modalităților prin care acest capital este vărsat la BCE. Doar Băncile Centrale Naționale sunt autorizate să dețină și să subscrive capital la BCE. Ponderea în capitalul BCE deținută de fiecare bancă centrală națională reprezintă 50% din cota populației statului respectiv în cadrul UE și 50% din cota PIB-ului țării respective în cadrul Uniunii, acestea fiind revizuite o data la 5 ani sau ori de câte ori un stat nou aderă la Uniune<sup>199</sup>.

**Tabel nr.7 Valoarea contribuției BCN din Zona Euro, la capitalul BCE în anul 2015**

Bănci centrale naționale	Grila de repartiție %	Capital vărsat (EUR)
Banque Nationale de Belgique (Belgia)	2,4778	268 222 025,17
Deutsche Bundesbank (Germania)	17,9973	1 948 208 997,34
Eesti Pank (Estonia)	0,1928	20 870 613,63
Central Bank of Ireland (Irlanda)	1,1607	125 645 857,06
Bank of Greece (Grecia)	2,0332	220 094 043,74
Banco de España (Spania)	8,8409	957 028 050,02

<sup>199</sup> Ibidem

<b>Bănci centrale naționale</b>	<b>Grila de repartiție %</b>	<b>Capital vărsat (EUR)</b>
Banque de France (Franța)	14,1792	1 534 899 402,41
Banca d'Italia (Italia)	12,3108	1 332 644 970,33
Central Bank of Cyprus (Cipru)	0,1513	16 378 235,70
Latvijas Banka (Letonia)	0,2821	30 537 344,94
Lietuvos bankas (Lituania)	0,4132	44 728 929,21
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764,35
Central Bank of Malta (Malta)	0,0648	7 014 604,58
De Nederlandsche Bank (Țările de Jos)	4,0035	433 379 158,03
Oesterreichische Nationalbank (Austria)	1,9631	212 505 713,78
Banco de Portugal (Portugalia)	1,7434	188 723 173,25
Banka Slovenije (Slovenia)	0,3455	37 400 399,43
Národná banka Slovenska (Slovacia)	0,7725	83 623 179,61

<b>Bănci centrale naționale</b>	<b>Grila de repartiție %</b>	<b>Capital vărsat (EUR)</b>
Suomen Pankki – Finlands Bank (Finlanda)	1,2564	136 005 388,82
Total <sup>200</sup>	70,3915	7 619 884 851,40

*Sursă: BCE, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.ro.html>, accesat la 04.07.2018*

Și Băncile Centrale Naționale din statelor membre UE care nu au adoptat încă moneda euro trebuie să contribuie la capitalul BCE. Contribuția acestora este de 3,75% din totalul capitalului subscris, conform tabelului de mai jos.

**Tabel nr.8 Valoarea contribuției BCN ale țărilor membre UE din afara Zonei Euro, la capitalul BCE în anul 2015**

<b>Bănci centrale naționale</b>	<b>Grila de repartiție %</b>	<b>Capital vărsat (EUR)</b>
Banca Națională a Bulgariei (Bulgaria)	0,8590	3 487 005,40
Česká národní banka (Republika Cehă)	1,6075	6 525 449,57
Danmarks Nationalbank (Danemarca)	1,4873	6 037 512,38

<sup>200</sup> “Datorită rotunjirii, este posibil ca totalul să nu corespundă sumei tuturor valorilor indicate”.  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.ro.html> accesat la 04.07.2018

<b>Bănci centrale naționale</b>	<b>Grila de repartiție %</b>	<b>Capital vărsat (EUR)</b>
Hrvatska narodna banka (Croația)	0,6023	2 444 963,16
Magyar Nemzeti Bank (Ungaria)	1,3798	5 601 129,28
Narodowy Bank Polski (Polonia)	5,1230	20 796 191,71
Banca Națională a României (România)	2,6024	10 564 124,40
Sveriges riksbank (Suedia)	2,2729	9 226 559,46
Bank of England (Regatul Unit)	13,6743	55 509 147,81
<b>Total<sup>201</sup></b>	<b>29,6085</b>	<b>120 192 083,17</b>

*Sursă: BCE, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.ro.html> , accesat la 04.07.2018*

Băncile Centrale Naționale pun la dispozitia BCE “active din rezervele valutare, altele decât monedele statelor membre, ECU, poziții de rezerva la FMI și DST, “până la echivalentul sumei de 50 miliarde ECU”<sup>202</sup>. Consiliul Guvernatorilor decide cu privire la rezervele care poate fi solicitată de BCE precum și asupra sumelor suplimentare, acestea fiind utilizate și gestionate de BCE în conformitate cu statutul său.

Profitul net al Băncii Centrale Europene se împarte între fondul general de rezervă și

---

<sup>201</sup> “Datorită rotunjirii, este posibil ca totalul să nu corespundă sumei tuturor valorilor indicate”. accesat la 04.07.2018

<sup>202</sup> BCE, 2006, *Istoric, Rol și Funcții. Banca Centrală Europeană*, p.201, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006ro.pdf> , accesat la 30.07.2018

acționarii BCE. Valoarea aferentă fondului de rezervă este de maxim 20% din profitul net, valoarea fiind decisă de Consiliul Guvernatorilor. Deținătorilor li se cuvine un procent din beneficiul net, proporțional cu sumele vărsate. În situația în care BCE se confruntă cu o pierdere, aceasta se acopera mai întâi din fondul de rezervă, iar dacă acesta nu acoperă valoarea integrală a pierderii, se acoperă din venitul obținut conform deciziei Consiliului Guvernatorilor.

Pentru a-și îndeplini obiectivele, Banca Centrală Europeană are posibilitatea de a deschide conturi la Băncile Centrale Naționale, de a accepta active și titluri de valoare în garanție pentru creditele pe care aceasta le acordă, de a contracta sume în diferite value, dar și de a interveni pe piața de capital.

*“Capacitatea Eurosistemului de a formula și de a pune în aplicare politica monetară a Zonei Euro este asigurată prin controlul deplin al acestuia asupra bazei monetare”*<sup>203</sup>. Conform Articolului 106 al Tratatului, bancnotele euro sunt considerate ca fiind singurul “mijloc de plată legal în Zona Euro”<sup>204</sup>. Acestea pot fi emise doar de către Banca Centrală Europeană sau de către Băncile Centrale Naționale din Zona Euro, însă numai cu aprobarea BCE, aceasta fiind totodată și cea care decide asupra design-ului bancnotelor euro<sup>205</sup>.

### **4.3. OBIECTIVELE ȘI POLITICA MONETARĂ A BCE**

#### **4.3.1. OBIECTIVUL PRINCIPAL AL BCE**

BCE și-a stabilit un **obiectiv strict cuantificat al ratei inflației** pe termen mediu și anume valoarea indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) să fie sub 2%, dar cât mai apropiată de aceasta. Având în vedere că inflația trebuie să fie constant sub 2%, dar aproape de această limită putem considera că atât inflația excesivă cât și deflația influențează acest obiectiv și nu sunt compatibile cu acesta.

Anna Schwartz consideră stabilitatea prețurilor ca fiind o condiție suficientă pentru

---

<sup>203</sup> Ibidem, p.50

<sup>204</sup> Ibidem, p.50

<sup>205</sup> [https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro\\_en](https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro_en) accesat la 30.07.2018

stabilitatea financiară<sup>206</sup>. Michael Bordo e de părere că stabilitatea prețurilor trebuie să fie o condiție prestabilită pentru stabilitatea financiară<sup>207</sup>. Stabilitatea prețurilor este definită de către Banca Centrală Europeană drept o creștere anuală a IAPC<sup>208</sup> în Zona Euro de sub 2%.

Ritmul creșterii IAPC sub 2% oferă o marjă de siguranță împotriva deflației, care poate deveni la fel de nocivă ca și inflația, deoarece în situația în care ratele dobânzilor ar tinde spre 0%, cererea agregată nu ar mai putea fi stimulată. Populația va prefera să țină banii acasă, în loc să-i împrumute pentru o dobândă negativă.

Așa cum rezultă și din graficul de mai jos, evoluția IAPC a fost una fluctuantă în perioada 2000 – 2018, atingând un maxim de 4,1% în august 2008, după care a înregistrat o scădere abruptă ajungând în iunie 2009 la -0,7%, urmând o creștere progresivă a acestuia la sfârșitului anului 2010, când o dată cu criza datorilor suverane a depășit ținta de 2%.

**Fig.16 Evoluția Indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) în perioada 1999 - 2018**



Sursă: BCE, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2> accesat la 20.06.2018

<sup>206</sup> Schwartz, A., 1995, *Why financial stability depends on price stability*, Economic Affairs, Volume 15, Issue 4, pp. 21–25

<sup>207</sup> Bordo, M., Wheelock, D., 1998, *Price stability and financial stability: The historical record*, Fed of St. Louis Review; p. 41-62

<sup>208</sup> IAPC - indicele armonizat al prețurilor de consum

Realizarea acestui obiectiv fundamental de stabilire a prețurilor presupune ca SEBC să fixeze anumite **obiective intermediare**. În stabilirea acestora, este deosebit de importantă cunoașterea contextului economic și finanțiar în care funcționează politica monetară a Băncii Centrale Europene. Pentru realizarea acestor obiective vom avea nevoie de o serie de indicatori care să permită evaluarea riscurilor. Pe baza acestor indicatori BCE va formula propriile previziuni cu privire la obiectivele intermediare, tocmai pentru a-și garanta propria sa independență. Cei mai importanți indicatori pe care BCE îi ia în considerare în stabilirea direcțiilor de urmat în ceea ce privește stabilitatea prețurilor sunt: salariile, cursul de schimb, balanța de plată, politica fiscală.

Deși nu este obiectivul său principal, BCE are în vedere și stabilirea ratelor dobânzilor pe termen scurt, acesta fiind privit ca un obiectiv operațional. Rata dobânzii overnight este un indicator important în ceea ce privește strategiile BCE. Pentru a putea fi controlat, sunt utilizate o serie de instrumente ale politiciei monetare: fixarea ratei dobânzii la depozitele atrase, la facilitatea de credit marginală, la operațiunile repo și la rezervele minime obligatorii.

Punerea în practică a strategiei Băncii Centrale Europene implică o serie de elemente. Este foarte important ca obiectivul stabilității prețurilor să fie definit public, în vederea creșterii transparenței și credibilității Băncii Centrale Europene.

#### 4.3.2. POLITICA MONETARĂ A BCE

**Politica monetară** “este acea componentă a politicii economice având ca tel influențarea ofertei de monedă și a condițiilor de creditare, iar instituția responsabilă de realizarea acestui obiectiv este Banca Centrală”<sup>209</sup>. Conform reglementărilor cuprinse în Tratatul de la Maastricht, politica monetară unică în Uniunea Monetară Europeană “va fi o politică a dobânzii”<sup>210</sup> de felul celor aplicate astăzi în Uniunea Europeană.

---

<sup>209</sup> Cini, M., 2007, *European Union Politics*. 2<sup>nd</sup> edition., Oxford University Press, New York, p. 322

<sup>210</sup> Basno, V., Dardac, 2001, *Integrarea monetar bancară europeană*, Editura Didactică și Pedagogică, București, p. 40

Willem Frederik Duisenberg<sup>211</sup> afirma “*Politica monetară e bazată pe încredere. Încrederea nu se obține ușor, trebuie să lucrezi pentru a o câștigă. Banca Centrală depune mari eforturi în încercarea de a explica de ce face anumite lucruri. Sunt de părere că suntem mai deschiși și mai transparenti decât orice altă bancă centrală din lume*”<sup>212</sup>.

Banca Centrală Europeană și-a început operațiunile în anul 1999, moment în care a preluat cea mai dificilă sarcină a sa și anume aceea de a coordona și a aplica o politică monetară unică într-un mediu economic nou, caracterizat prin diversitate<sup>213</sup>. Acest aspect este unul foarte important deoarece BCE trebuie să fie capabilă să analizeze și să compare date statistice similare, pentru a putea aplica o politică monetară care să fie potrivită fiecărei țări membre. Deciziile politicii monetare unice sunt de competența Băncii Centrale Europene. Aceste decizii se impun în interiorul Zonei Euro, iar ratele dobânzilor pe termen scurt vor fi identice, pentru că piața monetară a monedei euro va fi total unificată.

Banca Centrală Europeană este instituția Uniunii Europene care are ca obiectiv principal menținerea pe termen mediu a stabilității prețurilor în interiorul UE. Un principal element în realizarea obiectivului băncii centrale îl constituie **strategia de politică monetară**. Este necesar ca aceasta să prezinte o descriere coerentă și totodată structurată a modului de adoptare a deciziilor de politică monetară. Prin utilizarea acestei strategii, sunt îndeplinite două misiuni importante<sup>214</sup> :

- punerea la dispoziția Consiliului Guvernatorilor a analizelor și informațiilor necesare pentru adoptarea celor mai pertinente măsuri și decizii în plan intern;
  - transmiterea și explicarea deciziilor și măsurilor adoptate, publicului, în plan extern.
- Aceste două direcții asigură păstrarea încrederii companiilor și populației în banca centrală, BCE menținându-și în același timp credibilitatea și în plan extern.

---

<sup>211</sup> Willem Frederik Duisenberg a fost primul președinte al Băncii Centrale Europene, în perioada 1 iulie 1998- 30 octombrie 2003. Contribuția sa a fost instrumentală în introducerea monedei unice Euro în Uniunea Europeană în 2002.

<sup>212</sup> Howarth, D., Loedel P., 2005, *The European Central Bank, The New European Leviathan*, Editura Palgrave Macmillan, p28

<sup>213</sup> Cerna, S., 2014, *Politica Monetară*, Editura Academiei Române, București, p.339

<sup>214</sup> [http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_004.ro.html](http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_004.ro.html) accesat la 01.06.2018

Ca și strategii de adoptat, Institutul Monetar European (IME) a văzut două strategii posibile pentru Banca Centrală Europeană: stabilirea unui obiectiv monetar ca țintă intermediară, completată de o țintă directă asupra inflației. În vederea realizării unei ținte intermediare se compară evoluțiile prevăzute și constatațe ale agregatelor monetare. În cazul în care se înregistrează o creștere a unui agregat monetar mai rapidă decât creșterea anticipată, politica monetară va trebui să devină mai restrictivă. Ținta directă asupra inflației se bazează pe compararea între inflația prevazută și cea realizată.

La 13 octombrie 1998 Banca Centrală Europeană nu a dorit să adopte niciuna din strategiile propuse de către Institutul Monetar European și a decis să-și impună propria politică monetară îndreptată asupra unui obiectiv final, reprezentat de stabilitatea prețurilor și un obiectiv intermediar, un agregat monetar.

Pentru a pune în aplicare aceste două strategii BCE a avut în vedere câteva recomandări ale Institutului Monetar European:

- stabilirea unui obiectiv cuantificat pentru inflație;
- stabilirea unui obiectiv cuantificat pentru masa monetară;
- utilizarea indicatorilor în vederea efectuării unor previziuni.

**Strategia de politică monetară** a BCE a fost una total diferită față de a celorlalte bănci centrale și anume: **orientarea politiciei monetare pe termen mediu**. Experiențele anterioare au arătat faptul că menținerea stabilității prețurilor, va genera un impact pozitiv asupra politiciei monetare. Aceasta va influența bunăstarea generală prin creșterea gradului de ocupare al forței de muncă și creștere economică susținută.

Deși majoritatea băncilor centrale au adoptat o strategie agresivă de țintire a inflației, BCE a considerat că această abordare nu este una potrivită, având în vedere că la nivelul Uniunii Europene este dificil de controlat agregatul monetar M3 prin intermediul ratei dobânzii pe termen scurt. Astfel BCE nu a aplicat țintirea agregatelor monetare în mod deschis, utilizând creșterea masei monetare ca un indicator pe termen mediu al stabilității prețurilor.

Banca Centrală Europeană nu poate controla nivelul prețurilor în mod direct doar prin intermediul instrumentelor de politica monetară de care dispune, ci utilizează un mecanism complex, prin care propriile acțiuni de politică monetară determină

schimbări la nivelul general al prețurilor. Nici o bancă centrală nu dispune de instrumente de politică monetară care să îi permită controlul direct asupra nivelului prețului. „*Practica actuală a BCE nu este compatibilă cu dezideratul identificării riscurilor care se manifestă pe termen mediu la adresa stabilității prețurilor*”<sup>215</sup>.

În spiritul tratatului de la Maastricht și al principiului subsidiarității, descentralizarea are în vederea aplicarea politicii monetare unice de către băncilor centrale naționale, bine ancorate în realitatele piețelor locale. În vederea execuției politicii monetare unice la nivelul țărilor membre ale Eurosistemului, fiecare Bancă Centrală Națională va fi partenerul băncilor din țara sa.

**Fig.17 Politica monetară- strategia BCE**



Sursă: prelucrare autor cu informații BCE,

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html> accesat la 01.06.2018

Așa cum rezultă din figura de mai sus, **cei doi piloni** care stabilesc cadrul politicii monetare sunt analiza economică și analiza monetară. Prin intermediul **analizei economice**, se analizează factorii care influențează evoluția prețurilor pe termen scurt dar totodată și evoluția pe termen mediu. Acest pilon este utilizat de BCE pentru a analiza factorii care evidențiază activitatea economică reală și condițiile reale la nivelul economiei, ținând cont de influența cererii și ofertei de bunuri, a factorilor de producție cât și a serviciilor asupra evoluției prețurilor în timp. În vederea realizării acestui

<sup>215</sup> Cerna, S., 2014, Politica Monetară, Editura Academiei Române, București, p.341

demers, BCE revizuește periodic evoluțiile: nivelului producției globale, balanței de plăți, politicii fiscale, gamei de indicatori utilizați în vederea măsurării prețurilor și a costurilor în Zona Euro.

Un rol extrem de important în realizarea acestei etape a analizei economice este dat de proiecțiile macroeconomice. Rolul acestora este de a sintetiza, structura și asigura consecvența datelor economice utilizate. Aceste proiecții sunt esențiale în definitivarea perspectivelor economice de urmat în cadrul UE, a valorii și a fluctuațiilor inflației. Pentru furnizarea informațiilor privind anticipațiile inflaționiste pe piețele financiare sunt analizate prețurile activelor și randamentele financiare.

**Prin cel de-al doilea pilon, analiza monetară**, se analizează creșterea masei monetare care vizează relația pe termen lung dintre masa monetară și stabilitatea prețurilor. Principalii indicatori analizați și monitorizați periodic de către BCE reprezintă agregatele monetare. Un agregat monetar se definește ca fiind suma monedei în circulație și atragerea anumitor exigibilități ale instituțiilor financiare. Aceste exigibilități trebuie să aibă un caracter puternic monetar pentru agenții economici.

Trebuie recunoscut rolul deosebit al agregatelor monetare. Eurosistemul a definit trei agregate monetare pentru a fi monitorizate: “*agregatul monetar în sens restrâns (M1), agregatul monetar intermediar (M2) și agregatul monetar în sens larg (M3)*”<sup>216</sup>, diferența dintre acestea constând în gradul de lichiditate al activelor pe care le conțin.

Agregatul monetar M3 cuprinde:

- numerarul în circulație și depozitele overnight (agregatul M1);
- depozite cu maturitate până la 2 ani și depozite rambursabile la cel mult 3 luni (împreună cu M1 formează masa monetară intermediară M2);
- contractele repo, unități și acțiuni în fonduri de piață monetară, credite pe termen scurt (până la doi ani inclusiv).

Analiza monetară se întemeiază pe faptul că inflația și expansiunea monetară sunt

---

<sup>216</sup>BCE, 2009, *Stabilitatea prețurilor. De ce e importantă*,  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestabilityro.pdf?86e40df7b19e75b78ba62c14054ec6d>  
accesat la 11.05.2018

corelate pe termen mediu și lung, strategia de politică monetară fiind astfel susținută pe termen mediu. Analiza creditului și a condițiilor de lichiditate permite BCE să privească dincolo de efectele temporare ale diverselor șocuri economice.

BCE a stabilit în anul 1998 valoarea de referință pentru agregatul monetar M3, la 4,5%, fiind considerat că acest ritm anual de creștere este compatibil cu obiectivul de stabilitatea al prețurilor pe termen mediu. Prin intermediul valorii de referință acordate de către BCE agregatului monetar M3<sup>217</sup>, BCE și-a comunicat angajamentul cu privire la analiza monetară. Scopul stabilirii valorii de referință a fost și de a avea un reper cu care să se compare evoluțiile monetare.

Prin intermediul analizei monetare, BCE urmărește evoluția agregatului M3 precum și a variabilelor financiare și monetare din componența sa. În acest sens sunt studiate evoluțiile numerarului aflat în circulație, depozitele la termen deoarece acestea pot oferi informații pertinente cu privire la variațiile globale pe care le poate înregistra M3. În figura de mai jos este prezentată variația agregatului monetar M3 din anul 1999 până în iunie 2018.

**Fig.18 Variația agregatului monetar M3 în perioada 1999-2018. Zona Euro**



Sursa: BCE, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2>

<sup>217</sup> M3 este agregatul monetar în sens larg

Observăm că acesta a înregistrat o scădere abruptă în perioada noiembrie 2007 – noiembrie 2009, scăzând de la 12,45% în 2007 până la -0,15% în noiembrie 2009, pe fondul crizei declanșate în SUA. Scădere abruptă a M3 s-a menținut până în anul 2011, când s-a observat o creștere timidă a acestuia, datorită modificării politiciei monetare a BCE care a introdus diverse programe în vederea susținerii activității economice, precum LTRO, CBPP2, etc. Chiar și în martie 2018, valoarea M3 este sub valoarea înregistrată în anul 2000. Apoi a urmat o creștere treptată a acestuia, în anul 2018 variația M3 fiind de 4% (iunie 2018), aproape de valoarea de referință de 4,5%.

Analiza componentelor agregatelor M1 și M2, care sunt parte integrantă din M3 ajută la obținerea unor informații relevante referitoare la agregatul M3, informații care arată volumul lichidităților din economie, dar și riscurile care pot amenința stabilitatea prețurilor. Aceste informații sunt extrem de relevante deoarece trag semnale de alarmă cu privire la dezechilibrele de pe piață care pot să ducă la apariția unei crize și implicit la neîndeplinirea obiectivului privind stabilitatea prețurilor.

De la declanșarea crizei din 2007, băncile centrale au utilizat balanța de plăți pentru a oferi “reasigurarea finanțării” prin diferite intervenții asupra balanței de plăți, ceea ce a dus la modificări în structura și volumul acesteia. Balanța de plăți a fost utilizată ca instrument de politică monetară la momentul în care ratele dobânzilor au ajuns aproape de 0%.

BCE are în componența balanței de plăți următoarele active: “*aur și creațe în aur, creațe în valută, creațe în euro asupra nerezidenților din zona euro, credite în euro asociate operațiunilor de politică monetară, alte creațe în euro asupra instituțiilor de credit din zona euro, credite în euro acordate administrațiilor publice și alte active*”<sup>218</sup>. Observăm o creștere semnificativă a volumului balanței de plăți în perioada 1999 -2017.

Așa cum rezultă din graficul de mai jos, volumul activelor la nivelul balanței de plăți s-a extins în perioada 2011-2012 datorită operațiunilor LTRO de refinanțare pe termen lung, urmând o scădere a acestuia datorită posibilității de rambursare a LTRO. Începând cu septembrie 2014 observăm o nouă creștere la nivelul activelor pe fondul introducerii

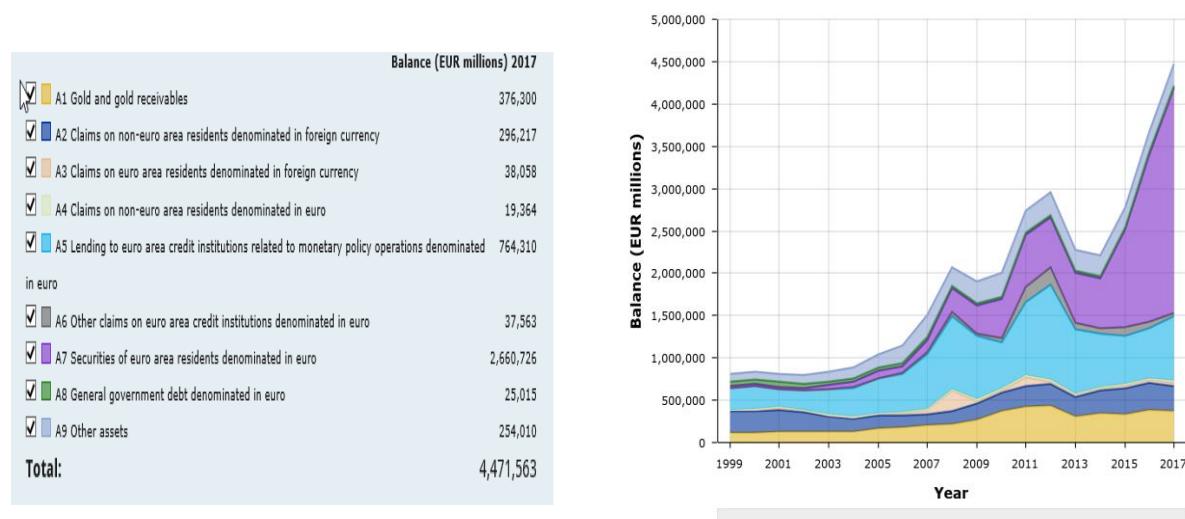
---

<sup>218</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs151208.ro.html> accesat la 05.08.2018

noilor programe de achiziții de active TLTRO, CBPP3, ABSPP.

În anul 2017, comparativ cu anul 2016, cele mai importante creșteri în structura activelor se observă la nivelul LTRO, a creațelor asupra rezidenților Zonei Euro și a creditelor acordate instituțiilor de credit în vederea operațiunilor de politică monetară, datorită politicii de relaxare cantitativă, aceste facilități având ca scop menținerea lichidității în piață și implicit susținerea creșterii economice. Creșterea M3 în anul 2017 a fost datorată în special programului de achiziții de active din sectorul public. În ceea ce privește pasivele, se observă o creștere la nivelul conturilor curente, depozitelor, angajamentelor față de rezidenții din afara Zonei Euro.

**Fig.19 Balanța de plăti – active (1999-2017)**



Sursă: BCE, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>,

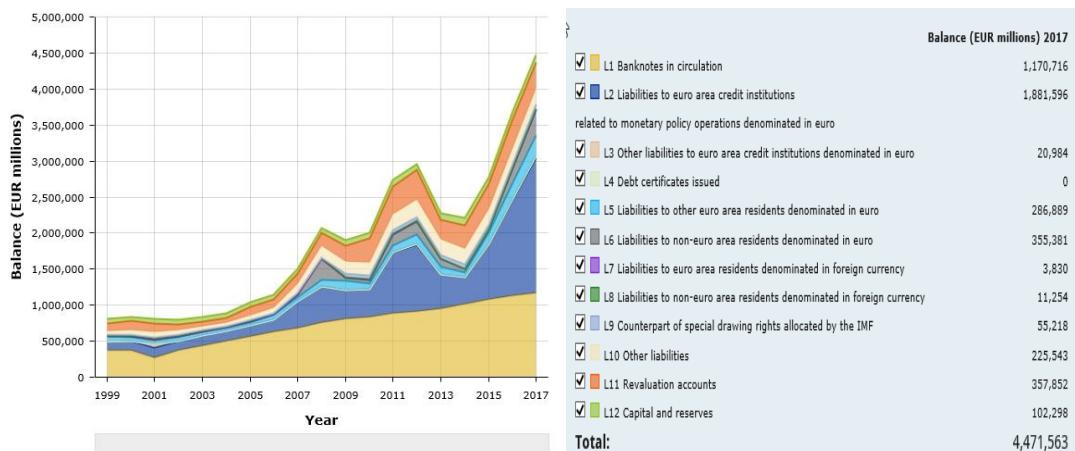
accesat la 29.07.2018

Pasivele BCE sunt reprezentate de: bancnotele în circulație, angajamente în euro asociate operațiunilor de politică monetară, alte angajamente în euro față de instituțiile de credit, angajamente în euro și valută față de rezidenți și nerezidenți ai Zonei Euro, certificate de debit emise, alte pasive, capitaluri, rezerve, conturi de reevaluare<sup>219</sup>. Volumul pasivelor a crescut după introducerea celor două programe LTRO cu scadență la 2 ani, respectiv 3 ani, ca urmare a creșterii volumului facilităților de depozit. După ce ratele dobânzii au ajuns aproape de 0%, sumele din facilitățile de depozit au fost

<sup>219</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs151208.ro.html> accesat la 05.08.2018

transferate spre conturile curente, observându-se astfel o modificare în structura pasivelor.

**Fig.20 Balanța de plăti – pasive (1999-2017)**



Sursă: BCE, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>,

accesat la 29.07.2018

Acest ritm constant al expansiunii monetare este în concordanță cu creșterea agregatului monetar M3, care în anul 2017 a înregistrat o creștere anuală de 4,6% comparativ cu 5% în anul precedent, creșterea M3 fiind generată de componente sale cele mai lichide, “având în vedere costul redus al oportunităților de depozitare a depozitelor lichide într-un mediu caracterizat de rate ale dobânzii foarte scăzute și o curbă plată a randamentului”<sup>220</sup>.

Jean-Claude Trichet, menționează într-un discurs susținut la Conferința de la Frankfurt din noiembrie 2006 “analiza monetară a jucat un rol important în succesul nostru în ancorarea așteptărilor inflaționiste și care conținea volatilitatea macroeconomică în Zona Euro, ajutându-ne să luăm decizii politice bune și în timp util. Este, în general, foarte dificil să distingem contribuția respectivă a celor doi piloni ai strategiei noastre la deciziile de politică monetară”<sup>221</sup>.

<sup>220</sup> ECB, 2017, *Annual Report 2017*,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.en.html#IDofChapter2> accesat la 30.07.2018

<sup>221</sup> Trichet, J.P., 2006, *Panel Intervention at the 4th ECB Central Banking Conference on “The role of money: Money and monetary policy in the 21st century*,  
[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110_1.en.html) , accesat la 14.07.2018

Analiza masei monetare, coroborată cu analiza creditului poate trage semnale referitoare la instabilitatea financiară. Rezultatele acestor analize joacă un rol important în stabilirea politicii monetare, deoarece prin interpretarea corectă a acestora se pot evita anumite dezechilibre financiare care pot avea impact asupra prețurilor.

Pentru a-și atinge obiectivele, BCE utilizează diverse **instrumente de politică monetară** prin intermediul cărora desfășoară operațiuni pe piața monetară, oferă facilități permanente și impune obligația de a constitui rezerve minime instituțiilor de credit, rezervele fiind deținute în conturi deschise în cadrul Eurosistemului. În cele ce urmează vom prezenta principalele instrumente de politică monetară utilizate de către BCE.

Uniunea trebuie să promoveze: un nivel ridicat al ocupării forței de muncă, progresul social și economic, trebuie să ajute la dezvoltarea echilibrată și pe termen lung a economiei, lucru dovedit deja de către Banca Centrală Europeană prin implicarea activă în dezvoltarea economică a Zonei Euro.

Instrumentele de politică monetară utilizate de BCE se manifestă prin acțiuni asupra pieței, acestea permîțând controlul asupra cantității de bani.

**1. Operațiunile pe piața monetară** asigură lichiditatea băncilor comerciale și influențează ratele dobânzii. Operațiunile de piață monetară sunt inițiate de BCE stabilind instrumentul care urmează a fi utilizat, termenii și condițiile de efectuare a acestora. Se pot efectua pe baza unor licitații standard, a unor licitații rapide sau a unor proceduri bilaterale, în funcție de scopul și rezultatul scontat. Aceste operațiuni sunt împărțite în patru categorii, în funcție de: obiectivele, periodicitatea și procedurile lor.

➤ **Operațiunile principale de refinanțare (MRO)** sunt tranzacții reversibile, cu scadență la o săptămână și reprezintă modalitatea principală de obținere a lichidităților de către băncile centrale naționale, tranzacțiile fiind efectuate la nivelul băncilor centrale naționale sub coordonarea BCE. Ele constituie modalitatea principală de punere în aplicare a politicii monetare a BCE prin intermediul cărora dirijează dobânzile pe termen scurt, sunt principalul mijloc de refinanțare al sectorului finiciar gestionând situația lichidităților, fiind utilizate și pentru a transmite semnale pieței.

- **Operațiunile de refinanțare pe termen lung (LTRO)** sunt tranzacții reversibile care au ca obiectiv obținerea de lichidități pe termen lung, fiind utilizate ca mijloc de refinanțare al sectorului finiciar. Aceste operațiuni sunt efectuate lunar, având scadență la trei luni. Se realizează descentralizat, la rate de dobândă variabile, prin intermediul licitațiilor standard, îmbrăcând forma tranzacțiilor reversibile și sunt acordate în special băncilor mai mici.
- **Operațiunile de reglaj fin** au ca scop temperarea fluctuațiilor de lichiditate neprevăzute. Ele au scadență nestandardizată și sunt executate de către băncile centrale naționale, îmbrăcând forma tranzacțiilor reversibile sau a swapurilor valutare, fiind efectuate prin licitații rapide sau bilaterale. Acestea au fost utilizate foarte rar de către BCE.
- **Operațiunile structurale** sunt utilizate de BCE pentru a redefini poziția structurală a Eurosistemului față de sectorul finiciar, utilizând proceduri bilaterale sau licitații standard. Nu au o scadență standardizată<sup>222</sup>.

**2.** O altă serie de instrumente utilizate de BCE este reprezentată de **facilitățile permanente** prin intermediul cărora se stabilește rata dobânzii overnight EONIA, aceasta măsurând “*rata efectivă a dobânzii de pe piața interbancară overnight în euro*”<sup>223</sup>. Aceasta este stabilită prin furnizarea sau absorbția de lichiditate și îmbracă două forme: facilitatea de depozit și facilitatea de credit marginală.

- **Facilitatea de depozit**, este un instrument denumit și mecanism de absorbție al BCE. Rata la aceste depozite este stabilită în prealabil și constituie limita minimă inferioară a ratei dobânzii overnight de pe piață. Ce este foarte important este faptul că nu este limitat accesul băncilor la acest tip de facilitate, iar prin intermediul său, BCE poate interveni pe piața valutară prin absorbție de lichiditate.
- **Faciliatea de credit marginală**. Prin fixarea ratei dobânzii la facilitatea de credit marginală se stabilește practic limita maximă superioară a ratei dobânzii la depozitele overnight de pe piața monetară. Această variantă de creditare este cea mai scumpă pentru băncile comerciale, deoarece prin intermediul ei, băncile comerciale pot

---

<sup>222</sup>Uniunea Europeană, 2015, *Orientarea (UE) 2015/510 A Băncii Centrale Europene din 19 decembrie 2014 privind punerea în aplicare a cadrului de politică monetară din Eurosistem (BCE/2014/60) (reformare)*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, pp. 2-3, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_091\\_r\\_0002\\_ro\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_ro_txt.pdf) accesat la 02.06.2018

<sup>223</sup> BCE, 2018, Politica Monetară Europeană, Fișe tehnice UE – 2018, p.3, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU\\_2.6.3.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU_2.6.3.pdf) accesat la 16.08.2018

obține de la băncile centrale lichiditate overnight, la o rată a dobânzii stabilită în prealabil. Acest tip de facilitate nu este limitată cantitativ, iar garanțile sunt sub formă de active tranzacționabile și netranzacționabile. Deși rolul acestui tip de facilitate a crescut destul de mult de la momentul declanșării crizei, ea are o importanță limitată.

Facilitățile permanente au ca scop la fel ca și rezervele minime obligatorii, reducerea volatilității pe piața monetară a ratelor dobânzii pe termen scurt. Acestea ajută la îndeplinirea obiectivului BCE și asigură lichiditatea pe termen scurt, fiind utilizate în special atunci când nu există alternative. Aceste instrumente au dus la formarea unui interval în care pot fluctua ratele dobânzilor, fiind utilizate când ratele dobânzilor sunt mai mari sau mai mici cu aproximativ 1% față de cele de pe piață interbancară.

**3. Rezervele minime obligatorii** sunt un alt instrument utilizat de BCE. Scopul acestor instrumente este de a obține o stabilizare a ratelor dobânzii, de a asigura lichiditate și de a contribui la expansiunea monetară. Ele au un rol important în atenuarea șocurilor care pot afecta lichiditatea. Rezervele minime sunt utilizate și pentru a stabiliza rata dobânzii overnight.

Instituțiile de credit sunt obligate să constituie rezerve minime obligatorii la Băncile Centrale Naționale, în funcție de elementele din bilanț. Aceste rezerve îmbracă forma de depozite și sunt constituite într-un anumit procent impus de BCE. Baza de calcul a rezervelor minime obligatorii este formată din: depozite overnight, depozite la termen, titluri de credit emise, împrumuturi din operațiuni repo.

Rezervele minime obligatorii sunt remunerate la o rata medie a dobânzii, respectiv rata dobânzii operațiunilor principale de refinanțare. Sumele care depășesc valoarea rezervelor impuse lunar, nu beneficiază de dobândă, determinând băncile să gestioneze în mod activ rezervele pe piață. Dacă o instituție nu îndeplinește nivelul minim al rezervelor obligatorii, poate fi sancționată prin: obligativitatea constituirii de rezerve fară dobândă, aplicarea unei penalități de până la 5% sau aplicarea unei penalități de până la de 2 ori rata dobânzii aferente facilității de credit marginale aplicată rezervelor pe care nu le-a constituit.

Regimul rezervelor minime obligatorii contribuie la accentuarea deficitului structural

de lichiditate, sporind capacitatea Eurosistemului de a funcționa eficient în calitate de unic furnizor de lichiditate din Zona Euro. Rata dobânzii va crește, dacă BCE nu are capabilitatea de a acoperii cererea de monedă primară a băncilor, fenomen întâlnit în special la finele perioadei de constituire a rezervelor minime obligatorii. Băncile comerciale trebuie să-și asigure lichiditatea de care au nevoie de pe piața monetară. Putem concluziona că acest instrument este unul eficient deoarece ajută la atenuarea șocurilor neprevăzute care pot altera lichiditatea, și totodată au un impact scăzut asupra ratei dobânzii.

“*Operațiunile de politică monetară de furnizare de lichiditate*”<sup>224</sup> sunt acordate în baza unei game variate de garanții sau a unor operațiuni repo. Rolul acestor garanții este de a proteja banca centrală de pierderi aferente operațiunilor sale de creditare. Garanțiile acceptate de către BCE în cadrul acestor operațiuni pot fi active tranzacționabile și netranzacționabile, și ele trebuie să îndeplinească criteriile de eligibilitate impuse de BCE. Înainte de introducerea listei unice a garanțiilor tranzacționabile<sup>225</sup>, Eurosistemul a accepitat încă de la înființarea sa, o gamă variată de garanții datorită diferențelor atât structurale cât și instituționale existente la nivelul Băncilor Centrale Naționale<sup>226</sup>. Această listă<sup>227</sup> este actualizată zilnic și poate fi consultată pe site-ul oficial al BCE.

Tranzacțiile cele mai utilizate sunt tranzacțiile reversibile, fiind aplicate pe baza contractelor repo sau a creditelor colateralizate. Eurosistemul poate recurge și la tranzacții simple ca de exemplu atragerea de depozite la termen, emisiunea de certificate de creață sau operațiuni de swap valutar.

Trebuie să avem în vedere și faptul că prețurile pot înregistra mișcari având la bază factori exogeni (creșterea TVA-ului) și factori endogeni, deci cauze non-monetare. În aceste situații folosim indicatori ai cererii precum: evoluția salariilor, evoluția

---

<sup>224</sup> BCE, 2011, *Implementarea politiciei monetare în zona euro*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, pp.10,15,  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109ro.pdf?e665609090fb5bf7704263493d646017> accesat la 27.07.2018

<sup>225</sup> BCE, 2013, The Eurosystem collateral framework throughout the crisis, Monthly Bulletin, p.2, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201307en\\_pp71-86en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201307en_pp71-86en.pdf) accesat la 20.07.2018

<sup>226</sup> Ibidem

<sup>227</sup> Disponibilă pe site-ul BCE <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/index.en.html> , accesat la 20.07.2018

patrimoniilor financiare private și indicatorii ai ofertei: somajul, capacitatea de producție, evoluția costurilor salariale, costul materiilor prime, subvențiile asupra producției, prețurilor industriale. Un alt instrument utilizat este intervenția pe piața valutară și are ca scop **influențarea cursului de schimb**.

Până la izbucnirea crizei din 2007-2009 instrumentele prezentate mai sus au fost cele mai utilizate instrumente de politică monetară la care a recurs BCE. După declanșarea crizei, banca centrală a adoptat instrumente noi și facilități speciale, o data cu extinderea duratei facilităților existente.

Rolul politicii monetare și poziția băncii centrale este unul primordial în ceea ce privește stabilitatea financiară în noul context creat de criza financiară globală, având în vedere că ea urmărește stabilitatea prețurilor ca obiectiv principal. Se simte necesitatea de a revizui poziția băncii centrale pentru a promova o poziție mai proactivă, dincolo de cadrul tradițional de reglementare și supraveghere. Trebuie să avem în vedere realizarea obiectivului principal, stabilitatea prețurilor, menținând în același timp stabilitatea financiară.

#### **4.4. BANCA FEDERALĂ DE REZERVE (FED)**

##### **4.4.1. SCURT ISTORIC ȘI STRUCTURA FED**

Statele Unite s-au confruntat încă din secolul XIX cu diferite crize financiare, care au îmbrăcat diverse forme. Aceste crize au produs dezechilibre în economie, simțindu-se nevoie unei noi instituții care să confere sistemului monetar american stabilitate, flexibilitate și siguranță.

Criza economică din 1907 a determinat Congresul american să înființeze Comisia Monetară Națională care și-a propus să creeze o instituție care să ajute la prevenirea și stoparea unordezechilibre financiare similare. La 23 decembrie 1913, după mai multe dezbatări, Congresul a hotărât înființarea Băncii Federale de Rezerve, act semnat și de președintele acestuia din acea vreme, Woodrow Wilson.

Banca Federală de Rezerve pe care o vom denumi în continuare FED, este banca

centrală a Statelor Unite, prima bancă centrală independentă. Aceasta a fost fondată de către Congresul American, fiind creată în 23 decembrie 1913 o data cu punerea bazelor Federal Reserve Act. Scopul înființării FED a fost ca SUA și cetățenii săi să beneficieze de un sistem finanțier și monetar în primul rând mai sigur, dar totodată și mai stabil și mai flexibil.

Astfel s-a hotărât instituirea unui sistem al băncilor centrale care să aibă la bază trei organisme fundamentale: un consiliu director, o structură descentralizată formată din băncile Rezervelor Federale din cele 12 districte și o combinație de elemente publice și private. Elementele structurale publice ale FED sunt:

- FED are rol de agent fiscal pentru Guvernul SUA, fiind considerată banca guvernului;
- FED este independentă în cadrul guvernului, însă guvernul are posibilitatea de a modifica Federal Reserve Act care stă la baza FED;
- membrii Consiliului Guvernatorilor sunt numiți de către Președinte și validați de Senat.

FED dispune și de o serie de elemente structurale private precum:

- fiecare dintre cele 12 Bănci Regionale de Rezerve este coordonată de un consiliu director format din bancheri și oameni de afaceri;
- FED pune la dispoziția instituțiilor depozitare servicii financiare, înțelegând nevoia de stabilitate a sistemului de plăți;
- se finanțează singură din dobânzile obținute pe baza portofoliului său de titluri de stat dar și prin comisioanele obținute de la băncile comerciale cărora le furnizează servicii financiare;
- angajații FED nu sunt salariați ai guvernului;
- băncile care devin membre ale sistemului cumpără o parte din acțiunile Băncii Regionale de Rezerve din districtul său. *“Băncile care devin membre ale Rezervei Federale sunt “proprietare” a FED”*<sup>228</sup>.

Pe lângă acestea, FED are și o serie de elemente structurale publice și private în același

---

<sup>228</sup> Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2016, *The FED today. History, structure, monetary policy, banking supervision, financial services, and more!* [https://www.philadelphafed.org-/media/education/teachers/resources/fed-today/fed-today\\_lesson-3.pdf](https://www.philadelphafed.org-/media/education/teachers/resources/fed-today/fed-today_lesson-3.pdf), accesat la 20.07.2018

temp precum:

- în componența Federal Open Market Committee (FOMC), organismul care stabilește politica monetară, sunt atât membrii din Consiliul Guvernatorilor cât și președinții celor 12 Bănci Regionale de Rezerve;
- președintele FED nu este numit politic, ci de către Consiliul Director, însă acesta trebuie să fie validat de către Consiliul Guvernatorilor.<sup>229</sup>

Acest sistem federal este compus din douăsprezece bănci regionale, fiind coordonat de către Consiliul Guvernatorilor, o entitate independentă a guvernului. Această structură a FED a fost creată din necesitatea de a avea o perspectivă mai largă asupra activității economice și a economiei SUA pe întreg teritoriul țării.

Rolul îndeplinit de FED în economia SUA și în sistemul bancar s-a extins de-a lungul timpului. În anul 1935 s-a decis înlocuirea Federal Reserve Act prin Banking Act, care a adus modificări semnificative la nivel legislativ. Acum s-a decis înființarea Comitetului Federal al Pieței Libere care va fi denumit în continuare FOMC (Federal Open Market Committee), organismul având rol decizional.

Sistemul Rezervelor Federale este considerat o bancă centrală independentă, deoarece deciziile sale nu trebuie să fie aprobată de Președintele SUA sau de o altă persoană din conducerea Guvernului. Totuși sistemul este supravegheat de către Congresul Statelor Unite. Așa cum este specificat pe site-ul oficial al Federal Reserve Bank of Richmond, FED este mai mult independentă „în cadrul guvernului” decât „independentă de guvern”<sup>230</sup> având în vedere caracteristicile structurale prezentate anterior.

Sistemul Rezervelor Federale este compus din trei organisme decizionale:

- **Consiliul Guvernatorilor** FED, care poate fi considerat o agenție guvernamentală independentă;
- **Cele 12 Bănci Regionale ale Rezervei Federale** aferente celor 12 districte;
- **Comitetul Federal al Pieței Libere (FOMC).**

În graficul de mai jos este realizată o prezentare a structurii Sistemului Rezervelor

---

<sup>229</sup> Ibidem

<sup>230</sup> <https://www.richmondfed.org/faqs/frs> accesat la 15.06.2018

Federale (FED).

**Fig.21 Structura FED**



Sursă: prelucrare autor cu date FED <sup>231</sup>,

<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>

accesat la 03.06.2018

**Consiliul Guvernatorilor** este un organism independent compus din șapte membri. Aceștia sunt desemnați de către Președinte pe o perioadă de 14 ani și confirmați ulterior de către Senat, sediul acestuia fiind stabilit la Washington. Președintele SUA desemnează un președinte și un vicepreședinte al Consiliului Guvernatorilor cu mandate pe termen de patru ani. Responsabilitatea primară a membrilor consiliului este de a formula politicile monetare, reglementarea și supravegherea băncilor membre ale Sistemului. Consiliul guvernatorilor joacă un rol important în supravegherea și reglementarea sistemului bancar al Statelor Unite.

**Tabel nr.9 Membrii Consiliului Guvernatorilor FED**

Comisar	Data investirii în funcție
Jerome H. Powell (președinte)	5 februarie 2018
Stanley Fischer (vicepreședinte)	16 iunie 2014 - 16 octombrie 2017
Randal K. Quarles <sup>232</sup>	13 octombrie 2017

<sup>231</sup>FED, 2016, *The Federal Reserve System Purposes & Functions*,

[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf), p.1, accesat la 01.02.2018

<sup>232</sup> Randal K. Quarles este și vicepreședinte pentru supravegherea Consiliului guvernatorilor Sistemului

Sursă: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/default.htm> accesat la 01.06.2018

În atribuțiile Consiliului Guvernatorilor intră: fixarea taxei de rescont, stabilirea nivelului rezervelor obligatorii și stabilirea operațiunilor de rescont pe care le efectuează Băncile de Rezervă Regionale.

**Cele mai importante atribuții ale Băncii Federale de Rezerve** sunt prezentate în cele ce urmează:

- stabilește și dirijează politica monetară la nivel național, influențând astfel sistemul monetar, condițiile de finanțare prin intermediul creditelor, având ca scop stabilitatea prețurilor, accesibilitatea ratelor dobânzii pe termen lung și un grad maxim al ocupării forței de muncă;
- supraveghează și reglează instituțiile bancare cu scopul de a garanta siguranța sistemului bancar și financiar;
- gestionează riscurile de pe piața financiară pentru a menține stabilitatea sistemului financiar;
- furnizează servicii financiare Guvernului Statelor Unite, băncilor comerciale, instituțiilor oficiale străine, având rol important în gestionarea sistemului de plăti la nivel național<sup>233</sup>.

Consiliul guvernatorilor și Băncile Rezervelor Federale au în comun responsabilitatea supravegherii, reglementării instituțiilor și a activității financiare pentru furnizarea serviciilor bancare. Acest mecanism oferă și garanția că viitorii clienți vor primi informații adecvate și tratament corect în relațiile cu sistemul bancar.

Federal Open Market Committee (**FOMC**) este compus din președintele FED New York, membrii ai Consiliului de conducere și încă patru membri aleși prin rotație dintre președinții băncilor regionale. FOMC reprezintă o componentă importantă a sistemului,

---

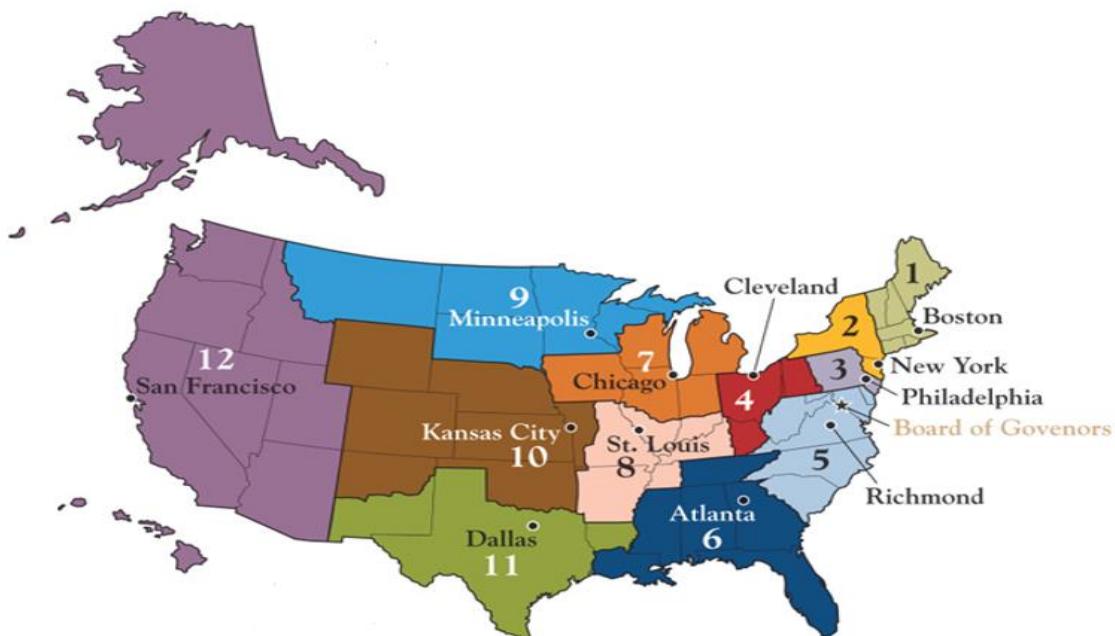
Rezervelor Federale începând cu 13 octombrie 2017

<sup>233</sup> FED, 2016, *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, [https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf), p.1, accesat la 01.02.2018

acesta fiind organismul care stabilește politica monetară a FED, fiind responsabil pentru operațiunile open market. FOMC este obligat prin lege să supravegheze operațiunile pieței deschise, acestea fiind utilizate de FED ca principal instrument de politică monetară. FOMC conduce și operațiuni întreprinse de Băncă Federală de Rezerve pe piețele de schimb străine. Totodată este responsabilă de relația cu publicul, comunicând evoluția politicii monetare și previziunile viitoare.

**Cele 12 Bănci Regionale ale Rezervei Federale** sunt răspândite pe întreg teritoriul Statelor Unite, în cele 12 districte stabilite în 1913. Astăzi, băncile regionale sunt localizate în Minneapolis, Kansas City, Boston, New York, Cleveland, Chicago, Richmond, Atlanta, St. Louis, Dallas, Philadelphia, și San Francisco, având filiale în alte 25 de orașe din SUA. Cele 12 Bănci ale Rezervelor Federale sunt fiecare responsabile pentru o anumită zonă geografică sau un sector al Statelor Unite. Fiecare sector este identificat printr-un numar, aşa cum este reprezentat în figura de mai jos.

**Fig. 22 Sistemul Rezervelor Federale**



Sursă: FED, <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm> accesat la 20.05.2018

Fiecare bancă regională are propriul consiliu de administrație. Acesta este compus din nouă directori, cu rol de a superviza activitatea băncii, care la rândul lor sunt supervizați

de către Consiliul Guvernator. Directorii băncilor regionale sunt împărțiți în trei clase A, B și C. Cei din clasele A și B sunt desemnați de către reprezentanții băncilor comerciale din regiune, în timp ce directorii din clasa C sunt desemnați de Consiliul Guvernator. Băncile comerciale membre ale FED care dețin acțiuni la Rezerva Federală a districtului aleg 6 din cei 9 membri, iar restul de 3 sunt desemnați de către Consiliul Guvernatorilor. Scopul acestui demers este ca prin intermediul celor 6 membri aleși de băncile comerciale să se facă legătura dintre sectorul privat și FED. Prin această abordare FED demonstrează că înțelege importanța diferențelor geografice, deoarece aceștia au o viziune mai clară asupra situației economice din districtul în care își desfășoară activitatea.

Banca Federală de Rezerve împreună cu cele 12 bănci regionale, îndeplinesc o varietate de funcții ale sistemului, printre care și operarea unui sistem de plată național, distribuirea monedei naționale, supravegherea și reglementarea băncilor membre, colaborând cu Trezoreria Statelor Unite. În afara de îndeplinirea funcțiilor pentru sistem, și anume de administrarea sistemului bancar național și politica de creditare, fiecare bancă a Rezervei Federale acționează ca și un depozitar pentru băncile din sectorul său.

Instituțiile depozitare precum și cele 4 comitete consultative ale FED: Consiliul consultativ federal, Consiliul consultativ al instituțiilor depozitare, Consiliul de validare și Consiliul consultativ comunitar au un rol important în îndeplinirea funcțiilor FED. Este foarte important de reținut faptul că FED se finanțează din dobânzile la titlurile obținute pe piață deschisă pe care le deține, dobânzile la creditele acordate, dobânzile aferente investițiilor în valută, din comisioanele obținute în urma tranzacțiilor efectuate precum decontarea cecurilor, transferuri de fonduri, etc. Profitul obținut de FED ce depășeste 10 milioane USD, după plata tuturor cheltuielilor, este transferat către Trezoreria SUA<sup>234</sup>.

---

<sup>234</sup>FED, 2016, The Federal Reserve System Purposes & Functions,  
[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf), p.1, accesat la 01.02.2018

#### **4.4.2 ANALIZA INSTRUMENTELOR TRADITIONALE DE POLITICĂ MONETARĂ UTILIZATE DE FED**

Dolarul american este o monedă cu rol excepțional în economia mondială, rolul ei fiind dat și de primatul economic și finanțier al Statelor Unite. Larga autonomie de care dispune politica monetară a SUA se datorează rolului pe care moneda americană îl joacă pe piața internațională. Uniunea Europeană, dar și țări precum China sau Japonia trebuie să aibă în vedere politica monetară a Statelor Unite, pentru a menține o stabilitatea a cursului lor în raport cu dolarul. În ceea ce privește țările periferice, politica lor monetară rămâne subordonată considerațiilor externe.

Începând cu anul 1913, prin Federeal Reserve Act, Banca Federală de Rezerve a fost însărcinată pentru a stabili politica monetară a Statelor Unite. În cele ce urmează voi încerca să realizez o analiză a instrumentelor tradiționale de politică monetară utilizate de FED pentru a vedea care este impactul acestora în economia SUA.

Politica monetară reprezintă instrumental prin care Banca Federală de Rezerve influențează cantitatea de bani de pe piață, precum și costul banilor și al creditului, având ca principal obiectiv îndeplinirea obiectivelor economice naționale.

Așa cum am văzut mai sus, Federal Open Market Committee este comitetul însărcinat cu stabilirea politicii monetare, având **3 obiective majore**:

- stabilitatea prețurilor;
- menținerea ratelor moderate ale dobânzi, pe termen lung;
- grad maxim de ocupare al forței de muncă,

influențând prin intermediul acestor obiective: rata dobânzii pe termen scurt, prețul și cursul de schimb, care influențează la rândul lor inflația, consumul și investițiile.

**Rata inflației de 2%** este un obiectiv comunicat clar de către Comitet prin intermediul “*Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*”<sup>235</sup> adoptată în 24 ianuarie 2012, având un impact consistent asupra indicelui prețurilor de consum.

---

<sup>235</sup> FED, 2012, *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf) accesata la 15.06.2018

Menținerea ratei inflației la acest nivel este **unul dintre obiectivele principale al Comitetului**. Comunicarea clară și transparentă a acestei ținte ajută la menținerea inflației pe termen lung, încurajând stabilitatea prețurilor și rata dobânzii. Când prețurile și inflația sunt stable, gospodăriile sunt încurajate să economisească, iar companiile să investească, deoarece pot lua decizii financiare optime.

Un impact pozitiv este simțit și pe piața muncii, promovându-se **ocuparea maximă a forței de muncă**. Nivelul ocupării forței de muncă este influențat în mare măsură de factori non-monetari care afectează piața muncii. Acești factori se referă la structura populației, dimensiunea acesteia, schimbările și competențele necesare locurilor de muncă, precum și politicile referitoare la educația populației.

În stabilirea politicii monetare, Comitetul dorește să atenueze abaterile inflației de la obiectivul pe termen lung și devierile pieței muncii. Trebuie avut în vedere că aceste obiective sunt în general, complementare<sup>236</sup>. Dacă se consideră că obiectivele nu sunt complementare, abordarea trebuie să fie una echilibrată, ținându-se cont de orizontul de timp și amplitudinea abaterilor pentru care cele două obiective sunt proiectate, pentru a se reveni la valori considerate adecvate și în linie cu obiectivul său.

Criza din 2007 ne-a demonstrat că deși FED nu și-a modificat principalele obiective de politică monetară pe parcursul timpului, totuși s-au modificat instrumentele cu care aceste obiective ajung să fie îndeplinite, apelându-se și la măsuri de politică monetară noi, neconvenționale.

La fel ca și în cazul BCE, FED are ca **obiectiv operațional rata dobânzii**. Spre deosebire de BCE, FED nu dispune de o facilitate prin care să fie stabilită pe piața monetară o limită maximă a ratei dobânzii. Practic FED nu utilizează facilitățile permanente, aşa cum am văzut că este cazul BCE. În vederea menținerii ratei dobânzii, FED se bazează în special pe **operațiunile de open market** motiv pentru care intervine zilnic pe piața monetară, pe când BCE efectuează aceste tipuri de operațiuni doar o dată pe săptămână. Din cele de mai sus putem concluziona că FED are posibilitatea să

---

<sup>236</sup> FED, 2016, Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals\\_20160126.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf), accesat la 08.07.2018

intervină permanent pe piața monetară.

Aceste **operațiuni open market** prin care este refinanțat permanent sistemul bancar sunt de două tipuri:

- **operațiuni open market reversibile (repo).** Pentru controlul ratei dobânzii sunt utilizate operațiunile open market reversibile, denumite și operațiuni temporare. Consiliul guvernatorilor este cel care coordonează acest tip de operațiuni. Ele sunt utilizate zilnic, desfășurându-se sub forma unor licitații cu dobândă variabilă, pe parcursul dimineții. Principalul avantaj al acestora este că furnizează lichiditate în piață încă de la începutul zilei. Aceste operațiuni pot să aibă scadență la o zi, însă de multe ori aceasta variază între 1 și 90 de zile.
- **operațiuni open market definitive (outright).** Aceste **tranzacții outright**, nereversibile, sunt cel mai des utilizate în vederea refinanțării sistemului bancar din SUA, dintre operațiunile open market<sup>237</sup>. Prin intermediul acestora FED vinde sau cumpără de pe piață titluri de stat cu scopul absorbției sau furnizării de lichiditate în piață. Operațiunile open market prezentate mai sus nu au un impact asupra ratei dobânzii, fiind coordonarea de FOMC.

Un alt instrument utilizat relativ redus și în condiții excepționale este **rescontul**. Acesta are un impact minor pe piața monetară, deoarece nivelul resurselor furnizate pe această cale este unul redus. Taxa de rescont este mai mare decât rata dobânzii. Se consideră că instituțiile care apelează la această modalitate de atragere a resuselor se află într-o situație financiară dificilă, nefiind agreat de investitori. Creditele de rescont sunt împărțite în trei categorii: primare, secundare și sezoniere. Cele primare au o rată a dobânzii cu 1% mai mare decât ținta FOMC aferentă ratei dobânzii, având scadență la câteva săptămâni. Sunt utilizate de băncile cu o situație financiară solidă, dar care nu pot obține de pe piață, finanțarea de care au nevoie.

Creditele de rescont secundare au scadență de până la 5 zile în cazul băncilor al căror capital se află sub nivelul standard și până la 60 de zile în cazul băncilor care nu îndeplinesc cerințele pentru a obține credite primare pentru o perioadă scurtă de timp. În ceea ce privește costurilor aferente acestor tipuri de credite, rata dobânzii pentru

---

<sup>237</sup> [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm) accesat la 12.07.2018

acestea este cu 1,5% mai mare decât ţinta FOMC. Instituțiile de credit mici care înregistrează fluctuații sezoniere între volumul depozitelor și cel al creditelor, sunt ajutate prin intermediul creditelor de rescont sezoniere. Costul acestora se află la nivelul ratei dobânzii de pe piață.

**Rezervele minime obligatorii** sunt un alt instrument utilizat de FED prin intermediul cărora instituțiile depozitare sunt obligate să dețină numerar sau depozite la Banca Federală de Rezerve. Ele sunt constituite doar pentru conturile tranzacționale și anume: numerarul, depozite la termen, conturi curente, conturi de transferuri automate. Rata rezervelor minime obligatorii este cuprinsă între 0% (până în 16 milioane USD) și 10% (peste 122,3 milioane USD), în funcție de volumul tranzacțiilor nete la instituția depozitară<sup>238</sup>. În SUA volumul rezervelor facultative ale băncilor comerciale este considerabil, așa cum rezultă din tabelul de mai jos.

**Tabel nr. 10 Structura rezervelor SUA**

Asset		2014	2015	2016	Oct 2017	Nov 2017	Dec 2017	Jan 2018	Feb 2018	Mar 2018	Apr 2018/p
1	Total	130,090	117,581	117,332	122,632	123,429	123,313	126,214	125,725	126,510	124,540
2	Gold stock <sup>1</sup>	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041
3	Special drawing rights <sup>2,3</sup>	51,941	49,688	48,883	51,130	51,546	51,864	53,065	52,688	52,979	52,402
4	Reserve position in International Monetary Fund <sup>2,5</sup>	25,164	17,609	18,385	18,630	18,275	17,633	17,940	17,873	18,065	17,708
5	Foreign Currencies <sup>4</sup>	41,944	39,242	39,023	41,831	42,567	42,775	44,168	44,123	44,425	43,389

Sursă: FED<sup>239</sup>

Cifrele prezentate în tabelul de mai sus, sunt în milioane de dolari. În cele ce urmează vom analiza structura rezervelor Statelor Unite.

1. Aurul deținut ca rezervă pentru conturile străine și internaționale nu este inclus în stocul de aur al Statelor Unite (rândul 3 din tabel). Valoarea stocului de aur este evaluată la 42,22 dolari pentru o uncie.
2. SDR-urile (drepturile speciale de tragere) sunt evaluate în conformitate cu o

<sup>238</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm> accesat la 24.07.2018

<sup>239</sup> FED, 2018, U.S. Reserve Assets (Table 3.12), International Summary Statistics <https://www.federalreserve.gov/data/intlsumm/current.htm><sup>239</sup> accesat la 26.05.2018

tehnică adoptată de Fondul Monetar Internațional (FMI) în iulie 1974. Valorile se bazează pe o medie a cursurilor de schimb aferentă monedelor din țările membre. Această medie este una ponderată. Din iulie 1974 până în decembrie 1980, s-au folosit șaisprezece valute; iar începând cu ianuarie 1981 până în prezent sunt utilizate cinci valute.

3. Include alocările de SDR în contul special de tragere de la Fondul Monetar Internațional, plus sau minus tranzacțiile SDR.

4. Include rezervele deținute de Trezorerie și de Băncă Federală de Rezerve. În conformitate cu Raportul trimestrial privind operațiunile valutare ale Trezoreriei și Băncii Federale de Rezerve. Activele în valută sunt prezentate la costul amortizat, reevaluat la cursurile de schimb valutar curente pentru a raporta aceste active în dolari. Nu include swapuri valutare cu băncile centrale străine. La sfârșitul lunii aprilie 2018, s-au înregistrat 117 milioane de swapuri.

5. Datele FMI includ pozițiile trunchiate FED<sup>240</sup>.

Din 2008 și până în decembrie 2015 dobânda de politică monetară practicată de FED s-a menținut la minimul istoric cuprins în intervalul 0%-0,25% pentru a favoriza dezvoltarea economică. În decembrie 2015, FED a hotărât să majoreze dobânda de politică monetară la intervalul 0,25% - 0,5%, pentru prima dată de la declanșarea crizei economice, aceasta fiind cea mai grăitoare dovadă a faptului că economia SUA a depășit criza din 2007. Încă din septembrie 2015, existau semnale puternice ale faptului că dobânda de politică monetară urmează să fie majorată, tocmai datorită relansării economice de care SUA a dat dovadă.

Modificările politicii monetare nu se opresc aici. Tot atunci (2015) FOMC a decis majorarea dobânzilor depozitelor deținute de băncile comerciale la FED până la 0,5%. Nivelul inflației a fost atent monitorizat de FOMC, deoarece acesta se afla în 2015 mult sub țintă. Creșterea economică de la sfârșitul anului 2015 a fost una modestă, sub estimările inițiale. Cu toate că dolarul s-a apreciat semnificativ în raport cu celelalte valute, FED a decis să mențină în ianuarie 2016 dobânda de politică monetară la același nivel, încadrându-se în intervalul de 0,25%-0,5%. Detalii despre evoluția politicii

---

<sup>240</sup> Ibidem

monetare și aplicarea instrumentelor acesteia pot fi consultate în capitolul “4.2. Reacția FED la criza financiară”, al prezentei teze.

Majorarea dobânzii de politică monetară are efecte globale, dată fiind influența economiei americane asupra celorlalte economii ale lumii. La nivel global, condițiile de finanțare au deveni mai aspre. Împrumuturile sunt mai restrictive, iar FED monitorizează foarte atent evoluția economiilor din țările concurente și impactul evoluției acestora asupra economiei SUA.

În acest capitol am văzut că ambele bănci centrale au elemente similare dar și care le diferențiază. Am observat că structura BCE este diferită de cea a FED, motiv pentru care nu poate aplica aceleași măsuri, deoarece nu vor avea aceleași efecte pozitive la nivelul economiei Uniunii Europene, respectiv a Zonei Euro. În urma analizei noastre am văzut că obiectivul celor două bănci centrale este diferit, BCE având un obiectiv al ratei inflației, pe când FED are de îndeplinit obiective multiple. Politica monetară și instrumentele acesteia sunt diferite tocmai pentru a se plia fiecare pe necesitatea structurii și economiei zonei pe care o coordonează.

## CAP.5. ANALIZA REACTIILOR BCE ȘI FED LA CRIZĂ FINANCIARĂ ȘI ECONOMICĂ DIN PERIOADA 2007-2009

Datorită impactului generat de criza din perioada 2007-2009, tot mai mulți economiști și-au pus întrebarea dacă nu chiar băncile centrale, care ar trebui să vegheze la bunul mers al economiei, sunt responsabile de declanșarea și efectele acesteia. Viziunea monetaristă „*subliniază faptul că, contracțiile monetare implementate tocmai de către băncile centrale sunt o sursă a crizelor economice*”<sup>241</sup>.

În vedere aplanării și diminuării efectelor negative ale unei crize, Keynes recomandă băncilor centrale „*să inițieze acțiuni politice anticiclice prin furnizarea de lichidități*”, bazându-se pe experiența Marii Crize Economice din perioada 1929-1933<sup>242</sup>.

Vom vedea în cele ce urmează că băncile centrale pot răspunde diferit la șocurile suferite în funcție de magnitudinea acestora, dar și de instrumentele de care dispun. Dacă una sau mai multe bănci au probleme de lichiditate, banca centrală va răspunde nevoilor individuale ale băncilor respective, iar dacă șocul produs este la nivelul întregii piețe, va răspunde nevoilor sistemic. Astfel, în perioada de criză o bancă poate să rămână fără lichidități. În cazul unui șoc sistemic, banca centrală este cea care vine în ajutorul băncilor din sistem pentru a le oferi lichidități suplimentare.

Vom începe prin a face o analiză comparativă generală a celor două bănci centrale, aşa cum reiese din tabelul de mai jos.

---

<sup>241</sup> Doroftei, I., 2013, *Central Bank's (Federal Reserve System, European Central Bank) role in the current financial and economic crisis*, p.1

[http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic\\_view/196438?pn=opac%2FAdvancedsearch&q=all\\_titles%3Acriza+economica#multimediaArea](http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic_view/196438?pn=opac%2FAdvancedsearch&q=all_titles%3Acriza+economica#multimediaArea), (Baza de date Emerald) accesat la 27.07.2018

<sup>242</sup>Piazolo, M., 2014, *Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity?*, Acta Polytechnica Hungarica, Vol11, No2, [http://epa.oszk.hu/02400/02461/00048/pdf/EPA02461\\_acta\\_polytechnica\\_hungarica\\_2014\\_02\\_05.pdf](http://epa.oszk.hu/02400/02461/00048/pdf/EPA02461_acta_polytechnica_hungarica_2014_02_05.pdf), accesat la 15.07.2018

**Tabel nr. 11 Analiza comparativă a Băncii Centrale Europene în raport cu Banca Rezervelor Federale**

Anul Inființării	BCE	FED
	1998	1914
<b>Organismul decizional al politiciei monetare. Atribuții</b>	<p><b>Consiliul guvernatorilor</b> este principalul organ decizional, fiind format din 22 de membri aleși din rândurile guvernatorilor băncilor centrale naționale din Zona Euro.</p> <p>Atribuții:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definește politica monetară;</li> <li>➤ fixează rata dobânzii la care băncile se pot împrumuta de la BCE.</li> </ul> <p><b>Comitetul executiv al BCE</b> care se ocupă cu gestionarea activităților curente este format dintr-un număr de 6 membri: președintele, vicepreședintele și alți 4 membri aleși de comun acord dintre șefii de stat sau guvern ai statelor membre ale Zonei Euro.</p> <p>Atribuții:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ aplică politica monetară;</li> <li>➤ se ocupă de operațiunile zilnice;</li> <li>➤ exercită sarcinile trasate de către Consiliul Guvernatorilor.</li> </ul> <p><b>Consiliul general</b> are în componență sa Guvernatorii băncilor centrale din Eurosistem, președintele BCE și vicepreședinte.</p> <p>Atribuții: rol de consultanță dar și coordonare, oferit în</p>	<p><b>Consiliul guvernatorilor</b> este format din 7 membri, inclusiv președintele și vicepreședintele, având un mandat de 14 ani.</p> <p>Atribuții:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ analizează condițiile economice și financiare;</li> <li>➤ reglementează și supravezează filialele Rezervei Federale din districte, iar împreună cu ele supravezează și reglementează activitatea întregului sistem finanțiar;</li> <li>➤ previzionează și publică statistici.</li> </ul> <p><b>Federal Open Market Committee</b> (FOMC) este format din 12 membri: 7 administratori ai consiliului, președintele Consiliului de administrație FED New York și 4 dintre ceilalți 12 președinti FED aleși prin rotație.</p>

	special ţărilor care doresc să adere la Zona Euro.	
<b>Influență politică acceptată</b>	Nu, conform Articolului 107 din Tratatul de la Maastricht.	Nu, FED trebuie să raporteze în mod regulat Congresului, dar se bucură de independență.
<b>Independență</b>	Da. “BCE este mai independentă decât orice altă bancă centrală majoră” <sup>243</sup>	Da. Mai puțin independentă decât BCE
<b>Responsabilitate<sup>244</sup></b>	Da. Grad de responsabilitate mai slab decât FED. Exceptând stabilitatea prețurilor, celelalte obiective sunt evidențiate vag.	Da. Grad de responsabilitate ridicat, datorită preciziei cu care sunt specificate obiectivele FED.
<b>Mandat/obiective</b>	Obiective legate de stabilitate monetar-financiară: stabilitatea prețurilor, inflație sub 2%.	Obiective multiple: <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ gradul de ocupare al forței de muncă să fie la un nivel cât mai ridicat;</li> <li>➤ menținerea stabilității prețurilor;</li> <li>➤ rate moderate ale dobânzilor pe termen lung.</li> </ul>
<b>Rol</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ trasează și aplică atât politica economică cât și cea monetară<sup>245</sup>;</li> <li>➤ “bancă a băncilor”;</li> <li>➤ emite monedă;</li> <li>➤ gestionează rezervele monetare;</li> <li>➤ gestionează și reglementează</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ trasează și aplică atât politica economică cât și cea monetară;</li> <li>➤ “bancă a băncilor”;</li> <li>➤ “funcționează ca un centru de distribuție pentru emiterea de monede”<sup>246</sup>, acestea fiind emise de Trezoreria SUA;</li> </ul>

<sup>243</sup> De Grauwe, P, 2016, *Economics of Monetary Union. Chapter 8: The European Central Bank*, Oxford University Press, p.17,  
[https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW\\_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs\\_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE](https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE) accesat la 01.04.2018

<sup>244</sup> *Ibidem*

<sup>245</sup> Uniunea Europeană, BCE Prezentare generală, [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank\\_ro](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_ro) , accesat la 12.07.2018

<sup>246</sup> FED, 2017, *Fed Facts: How do the Fed and the Treasury work together?*, Federal Reserve Financial Services, <https://www.frbservices.org/assets/news/fedfocus-fedflash/fedfocus-archive-october-fed-facts.pdf> accesat la 1.06.2018

	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ operațiunile de schimb valutar;</li> <li>➤ colectează date statistice;</li> <li>➤ supervizează și reglementează activitatea băncilor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ gestionează rezervele monetare;</li> <li>➤ gestionează și reglementează operațiunile de schimb valutar;</li> <li>➤ supervizează și reglementează activitatea băncilor;</li> <li>➤ colectează date statistice.</li> </ul>
<b>Strategia de politică monetară</b>	<p>Strategia bazată pe doi piloni.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ pilotul economic se concentrează pe termen scurt;</li> <li>➤ al doilea pilot se concentrează pe prognoza pe termen lung a inflației bazată pe analiză monetară.</li> </ul>	Se concentraza pe previziuni economice.
<b>Instrumente clasice de politică monetară</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ operațiuni de piață monetară;</li> <li>➤ facilități permanente;</li> <li>➤ rezervele minime obligatorii.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Operațiuni pe piața deschisă “open market”;</li> <li>➤ Discount window este un instrument prin care FED le permite instituțiilor financiare monetare să se împrumute pe termen scurt;</li> <li>➤ Stabilește nivelul rezervelor minime obligatorii.</li> </ul>
<b>Moneda</b>	EURO	USD
<b>Rolul agregatelor monetare</b>	Important	Nu joacă un rol semnificativ, independent de efectele lor asupra inflație.
<b>Rolul prețului activelor</b>	Important	Nu joacă un rol semnificativ independent de efectele lor asupra inflației.
<b>Cooperare internațională</b>	<p>Da. Dintre instituțiile internaționale cu care cooperează amintim:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Bank for International Settlements;</li> <li>➤ Fondul Monetar Internațional;</li> <li>➤ G20;</li> </ul>	<p>Da. Dintre instituțiile internaționale cu care cooperează amintim:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Bank for International Settlements;</li> <li>➤ Fondul Monetar Internațional;</li> <li>➤ G20;</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ G20;</li> <li>➤ Finacial Stability Board.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Finacial Stability Board.</li> </ul>
<b>Transparentă</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ conferința de presă imediat după întâlnirile Consiliului;</li> <li>➤ raportul anual către instituțiile UE și prezentarii către Parlamentul European;</li> <li>➤ buletinul lunar;</li> <li>➤ situații financiare săptămânale;</li> <li>➤ discursuri și interviuri ale reprezentanților BCE adresate publicului.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ anunț imediat după întâlnirea FOMC;</li> <li>➤ minuta întâlnirii;</li> <li>➤ transcrierile complete ale reuniunilor;</li> <li>➤ discursuri frecvente ale participanților la FOMC;</li> <li>➤ raportul de politică monetară semestrială către Congres;</li> <li>➤ alte audieri.</li> </ul>

Sursă: Prelucrare autor cu date ECB și FED,

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.en.html> accesat la 02.06.2018

<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm> accesat la 02.06.2018

Prezenta teză își propune ca în acest capitol să analizeze caracteristicile celor două bănci care nu au fost tratate în capitolele anterioare. În capitolul “4.2.1 Organizarea Băncii Centrale Europene” am văzut care sunt atribuțiile organismelor decizionale ale BCE, iar în capitolul “4.4.1. Scurt istoric și structura FED” au fost analizate atribuțiile organismelor decizionale ale FED.

În ceea ce privește **influența politică**, Articolul 107<sup>247</sup> din Tratatul de la Maastricht specifică clar că BCE, Băncile Centrale Naționale sau membrii organismelor decizionale nu au dreptul de a primi instrucțiuni de la organisme comunitare, de la reprezentanții guvernelor statelor membre sau de la reprezentanții oricărui alt organism, în îndeplinirea sarcinilor și exercitarea puterilor conferite de SEBC. Prin acceptarea acestui articol al Tratatului, “*instituțiile și guvernele statelor membre s-au angajat să*

---

<sup>247</sup> EU, 1992, *Treaty on European Union*, Official Journal of the European Communities, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=RO> accesat la 12.07.2018

*respecte acest principiu și să nu influențeze membrii organelor de decizie*”<sup>248</sup>. FED se bucură deasemenea de independență, deoarece aşa cum am văzut în capitolul “3.4.1. Scurt Istorico și structura FED”, deciziile de politică monetară nu trebuie să fie aprobate de Președinte sau de un alt membru al guvernului. Joseph Stiglitz este de părere că băncile centrale “trebuie să fie independente și preocupate să mențină un nivel scăzut al inflației”<sup>249</sup>.

**Agregatele monetare.** Aşa cum explică Ben Bernanke (fost preşedinte al FED) la Conferinţa BCE ce a avut loc la Frankfurt în anul 2006, aggregatele monetare nu au avut un rol determinat în elaborarea politicilor monetare ale Statelor Unite datorită inovaţiilor financiare şi dereglementării, fiind “*un motiv important pentru instabilitatea relaţiilor dintre aggregatele monetare și alte variabile macroeconomice*”<sup>250</sup>. Fluxurile monetare din afara SUA au contribuit şi ele la această instabilitate deoarece nu pot fi estimate cu precizie, conducând la “*modificări ale valutei restante și ale bazei monetare*”<sup>251</sup>. În ultimul trimestru al anului 2003, agregatul monetar M2 a înregistrat cel mai rapid ritm de scădere din 1959, “*fără a avea efecte evidente asupra prețurilor sau a cheltuielilor nominale*”<sup>252</sup>, însă cu toate acestea FED continuă să adune date despre evoluţia masei monetare.

Pe de altă parte Jean-Claude Trichet fost preşedinte al BCE (2006), subliniază la aceeaşi conferinţă rolul agregatelor monetare în luarea deciziilor de politică monetară de către BCE. Aceasta precizează că analiza monetară a demonstrat legătura care există pe termen lung între inflație și evoluțiile monetare, având un rol important în obținerea succesului BCE “*în ancorarea aşteptărilor inflaționiste în Zona Euro*”<sup>253</sup>. Decizia BCE de majorare a ratelor dobânzii din luna decembrie a anului 2005 a fost bazată pe o

---

<sup>248</sup> EU, 1992, Treaty on European Union, Official Journal of the European Communities, art.107, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=RO> accesat la 12.07.2018

<sup>249</sup> Stiglitz, J.E., 2010, *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Norton Publishing, New York, p.3

<sup>250</sup> Bernanke, B., 2006, *Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective*, Discurs susținut la Conferința BCE, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20061110a.htm> accesat la 13.07.2018

<sup>251</sup> Ibidem

<sup>252</sup> Ibidem

<sup>253</sup> Trichet, J.P., 2006, *Panel Intervention at the 4th ECB Central Banking Conference on “The role of money: Money and monetary policy in the 21st century*, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110_1.en.html) , accesat la 14.07.2018

analiză monetară minuțioasă, efectuată de BCE.

Ambele bănci centrale se bucură de o cooperare internațională cu organisme de anvergură precum Fondul Monetar Internațional, Consiliul de Stabilitate Financiară (FSB), Bank for International Settlements (BIS), G20 și altele, având ca principal obiectiv stabilitatea financiară la nivel mondial.

În capitolul “5.1.3 Transparența comunicării BCE”, respectiv “5.2.3 Transparența FED” vom analiza modul în care cele două bănci centrale comunică și explică publicului deciziile de politică monetară.

Criza a schimbat modul în care funcționează băncile centrale: înainte de 2007 țintirea inflației era considerată singura și cea mai bună soluție oferită de o bancă centrală pentru stabilitatea macroeconomică, însă după criza financiară globală, băncile centrale au fost presate în a se implica în ajustarea funcționării piețelor financiare. După 2007, unul dintre risurile majore care trebuiau evitate a fost acela de a nu se pierde independența băncii centrale, datorită presiunii din partea guvernelor de a desfășura activități care depășesc cadrul instituțional în care au lucrat până acum. În opinia lui Stephen Cecchetti (2013) băncile centrale sunt presate de către guverne să se ocupe și de problemele structurale ale stabilității macroeconomice și financiare, deși nu este în sarcina lor.<sup>254</sup> Sunt de acord cu opinia acestuia deoarece în timpul crizei, băncile centrale au fost nevoie să-și apere independența.

În timpul crizei din 2007-2009, cele două mari bănci centrale și-au asumat rolul de „**creditor de ultimă instanță**”, fără de care stabilitatea financiară nu s-ar fi putut realiza deoarece crizele sistemice ar scăpa de sub control.

După izbucnirea crizei subprime, volumul balanței de plăți a băncilor centrale a atins niveluri fără precedent. Analiza reacției Băncii Centrale Europene (BCE) și a Băncii Federale de Rezerve (FED) prezintă un interes deosebit, cu impact asupra economiilor din celelalte state. Vom încerca să răspundem la câteva întrebări printre care:

---

<sup>254</sup> Cecchetti, S., 2013, *Central bank independence – a path less clear*, Mexico City,

<http://www.bis.org/speeches/sp131014.pdf> accesat la 10.05.2017

- cum a fost îndeplinit rolul de „creditor de ultimă instanță” de către cele două bănci centrale pe care le analizăm pentru a combate criza din perioada 2007-2009?
- care au fost modificările suferite de acest rol pe parcursul timpului?
- care sunt consecințele intervențiilor BCE și FED în economie?

În îndeplinirea rolului de „creditor de ultimă instanță”, băncile centrale trebuie să aibă în vedere următoarele aspecte:

- trebuie să acorde împrumuturi în mod liber: „*cea mai bună cale pentru banca sau băncile care dețin custodia rezervei băncii... este de a acorda împrumuturi în mod liber*<sup>255</sup>;
- pentru împrumuturile acordate în îndeplinirea acestui rol, trebuie să perceapă o dobândă care „*va funcționa ca o amendă grea*<sup>256</sup>”, pentru ca solicitantii să nu fie tentați să utilizeze suma primită pentru investiții riscante. Rata dobânzii percepute trebuie să fie una moderată. O dobândă ridicată, aplicată în perioada de criză va conduce la o creștere a riscului sistemic și va fi percepță ca o povară de către băncile comerciale, conducând la probleme de lichiditate. Ratele ridicate ale dobânzi pot duce economia dintr-o criză de lichiditate în una de solvabilitate<sup>257</sup>, în perioada de criză, ratele de dobândă mai mici fiind mai benefice.
- trebuie să împrumute „*negustorilor, micilor bancheri... ori de câte ori securitatea este bună*<sup>258</sup>”. Împrumuturile trebuie acordate unor contrapartide care pot aduce garanții „sănătoase”, cu rating bun, lucru destul de greu de îndeplinit în perioadele de criză deoarece garanțiile se pot transforma ușor în unele cu risc ridicat<sup>259</sup>.
- trebuie să împrumute unor contrapartide care se confruntă cu probleme de lichiditate, dar care nu sunt insolvente. Băncile centrale nu ar trebui să salveze de la faliment instituțiile aflate în insolvență. Cu toate acestea în perioade de criză precum

---

<sup>255</sup> Bagehot, Walter., 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Hyperion Press, INC. Westport, Connecticut, p.23, <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/baglom62.pdf>, accesat la 02.05.2018

<sup>256</sup> Ibidem, p.97

<sup>257</sup> De Grauwe, P., 2011, *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, Center for Economic Studies Ifo Institute Working Paper 3569, p.3, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp3569.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3569.pdf), accesat la 15.07.2018

<sup>258</sup> Bagehot, W., 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Hyperion Press, INC. Westport, Connecticut, p.25, <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/baglom62.pdf>, accesat la 02.05.2018

<sup>259</sup> Herr, Hansjörg, 2014, *The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, *Panoeconomicus*, Special Issue, p.61, <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2014/1452-595X1401059H.pdf>, accesat la 10.03.2018

cea care a trecut, pot fi găsite argumente chiar și pentru salvarea unei bănci în insolvență. În situația unei crize severe, o bancă poate deveni insolventă și doar pentru faptul că activele sale sunt evaluate temporar la o valoare foarte mică.<sup>260</sup> Aceste principii au fost subliniate și susținute încă din anul 1983 de către Walter Bagehot și, la o altă scară, sunt valabile și astăzi.

## 5.1. REACȚIA BĂNCII CENTRALE EUROPENE LA CRIZA ECONOMICĂ

În perioada august 2007- septembrie 2008, criza din Zona Euro a început ca o criză de lichiditate, care după falimentul Lehman Brothers a îmbrăcat forma unei crize financiare globale, urmând ca în 2010 să îmbrace forma unei crize de solvabilitate.

După izbucnirea crizei, BCE a reacționat activ și flexibil, prin adoptarea unor măsuri exceptionale, dar nu la fel de prompt ca și FED-ul. Principalul răspuns la criză al guvernelor europene a fost **aplicarea unor măsuri de austерitate, o dată cu reducerea cheltuielilor bugetare**, având ca și consecință o frânare a creșterii economice.

În iulie 2008, BCE a crescut rata dobânzii pentru operațiunile de refinanțare, urmând ca ulterior să o diminueze. Astfel în octombrie 2008, aceasta a fost redusă cu 0,5%, urmând ca în următoarele 6 luni să ajungă la 1%, valoare nemaiîntâlnită până atunci. Reducerea ratei dobânzi de referință cu 3,25% a avut scopul de a susține sistemul bancar prin crearea de lichiditate, dar a fost și o măsură de a preveni intensificarea crizei și extinderea ei la nivelul guvernelor, gospodăriilor, instituțiilor finaciare cu datorii mari<sup>261</sup>.

Deși BCE a crescut în două etape (în iulie și în octombrie 2008) ratele dobânzilor la facilitățile de depozit<sup>262</sup>, reacția acesteia a fost una întârziată, deoarece nu a avut în

---

<sup>260</sup> Grauwe, P., 2011, *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, Center for Economic Studies Ifo Institute Working Paper 3569

<sup>261</sup> Herr, Hansjörg, 2014, *The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, *Panoeconomicus*, Special Issue, pp. 60-62, <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2014/1452-595X1401059H.pdf>, accesat la 10.03.2018

<sup>262</sup> În 9 iulie 2008 rata dobânzii la facilitățile de depozit a crescut de la 3% la 3,25%, urmând ca în 8 octombrie aceasta să fie diminuată la 2,75%, iar în 9 octombrie 2008 aceasta să fie din nou modificată, ajungând la valoarea de 3,25%.

vedere gestionarea riscurilor, motiv pentru care, ulterior a fost necesară o abordare mai agresivă în vederea rezolvării situației.

După falimentul Lehman Brothers din septembrie 2008, BCE a acționat printr-o reducere coordonată a ratei dobânzii la nivel internațional. Ritmul lent al reducerilor de rate ale dobânzii BCE a fost întrerupt de două creșteri cu 0,25% fiecare, în lunile aprilie și iulie 2011. În anul 2011, BCE a crescut moderat rata dobânzii însă datorită scăderii ritmului de creștere economică din Zona Euro, aceasta a fost nevoie să le reducă din nou, motiv pentru care și în iunie 2018 nivelul ratei dobânzii practicat de BCE este sub cel practicat de FED. BCE a ezitat în a își asuma rolul de “creditor de ultimă instanță”, până în anul 2012 când Zona Euro a ajuns aproape de colaps<sup>263</sup>.

Trebuie să subliem că prin Tratatul European, Băncii Centrale Europene îi este interzis să finanțeze deficitele publice conform Articolului 123. Acesta este unul din motivele pentru care acțiunile ei au fost oarecum similare, dar nu au fost neapărat identice cu ale FED-ului. Având în vedere structura Uniunii Europene, problemele au fost mai mult regionale având în vedere că au afectat piețele sau sectoarele din anumite țări membre, nu neapărat Zona Euro în totalitatea ei. Aceste probleme au trebuit rezolvate la nivelul țării respective și nu neapărat de către BCE.

BCE s-a concentrat în primul rând pe stabilitatea prețurilor și a întârziat răspunsul la reacția pieței. Într-adevăr, aşa cum a subliniat Lars Svensson, obiectivul BCE pe termen mediu (pe un orizont de doi ani) a avut în vedere de a nu reduce imediat inflația, deoarece ar fi dus la o scădere nerezonabilă a producției<sup>264</sup>.

BCE a modificat procedurile operaționale și a adoptat un nou set de instrumente neconvenționale denumite și instrumente non-standard de politică monetară.

---

<sup>263</sup> De Grauwe, P, 2016, *Economics of Monetary Union. Chapter 8: The European Central Bank*, Oxford University Press, p.26

[https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW\\_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs\\_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE](https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE) accesat la 01.04.2018

<sup>264</sup> Svensson, L (1999), “Monetary Policy Issues for the Eurosystem,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 51, pp. 83,96,107

### **5.1.1. INSTRUMENTE ALE POLITICII MONETARE APLICATE DE BCE**

În acest subcapitol vom trata măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate de BCE ca reacție la criza economică. Acestea vizează restabilirea și menținerea mecanismului de transmisie al politicii monetare prin extinderea de credite bancare, pentru a asigura o funcționare optimă a mecanismului de creditare în Zona Euro. Aceste măsuri au fost gândite ca niște măsuri temporare și totodată complementare ratei dobânzii. Scopul final al acestora este menținerea stabilității prețurilor, măsurile neconvenționale urmând să fie eliminate pe măsură ce situația economică se va îmbunătății.

**Tabel nr.12 Măsuri de politică monetară întreprinse de BCE în perioada 2008-**

**2016**

<b>Măsuri întreprinse</b>	<b>Perioadă</b>
Licității cu rată fixă a dobânzii	2008
Acorduri de SWAP valutar cu FED	2007 / 2008
Operațiuni de refinanțare pe termen lung	2008
Relaxarea criteriilor de acceptare a garanțiilor; Extinderea listei activelor eligibile	2008
Operațiuni de refinanțare pe termen lung pe 6/12/36 de luni Longer-term refinancing operations (LTRO)	2008/2011
Programul de achiziționare de obligațiuni garantate Covered Bond Purchase Programme1 (CBPP)- program încheiat în Iunie 2010	2009
Covered Bond Purchase Programme2 (CBPP) - program încheiat în Octombrie 2012	2011
Covered Bond Purchase Programme3 (CBPP)	2014
Securities Markets Programme (SMP) Programul destinat piețelor titlurilor de valoare – program încheiat în Iunie 2014	2010-2012
Diminuarea rezervelor minime obligatorii cu 1%	2012
Outright Monetary Transactions (OMT) Operațiuni de piață monetară ireversibile	2012

Programul de achiziții de titluri de valoare garantate cu active Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)	2014
Operațiuni de refinanțare pe termen mai lung Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO I) – program încheiat în 2016	2014
Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II)	2016
Programul de achiziții din sectorul public Public sector purchase programme (PSPP)	2015
Program de achiziții din sectorul corporate Corporate sector purchase programme (CSPP)	2016

Sursă: Prelucrare autor după date BCE (2011)<sup>265</sup>, BCE<sup>266267</sup>

Aproape de sfârșitul anului 2008, mai precis în luna octombrie, Consiliul Guvernatorilor a luat decizia de a susține băncile din Zona Euro, prin furnizare de lichiditate nelimitată, prin intermediul operațiunilor de refinanțare cu rată fixă a dobânzii<sup>268</sup>. Prin această acțiune BCE a furnizat lichiditate, prin preluarea rolului jucat în condiții normale pe piața monetară. S-a trecut de la **licitațiile cu rată variabilă** la cele cu dobândă fixă. O altă măsură a fost aceea de a **furiza lichidități în valută** prin intermediul unor acorduri swap, prin linia de swap oferită de FED.

Având ca exemplu SUA care a relaxat condițiile de acceptare a activelor aduse în garanție, au fost **extinse garanțiile acceptate** și în Zona Euro, prin extinderea listei activelor ce puteau fi utilizate ca garanții eligibile pentru operațiunile de refinanțare. În octombrie 2008, BCE a anunțat măsurile de exindere a listei garanțiilor eligibile, inițial până la finele anului 2009. Ratingul activelor tranzacționabile și netranzacționabile

<sup>265</sup> ECB, 2011, *The ECB's non-standard Measures – Impact and Phasing-out*, Monthly Bulletin, European Central Bank (July 2011a), pp. 55-69, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201107en\\_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201107en_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983), accesat la 15.07.2018

<sup>266</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, accesat la data de 19.06.2018

<sup>267</sup> BCE, 2016, *DECISION (EU) 2016/811 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 28 April 2016 amending Decision ECB/2014/34 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (ECB/2016/11)*, Official Journal of the European Union, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0011\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0011_en_txt.pdf) accesat la 20.06.2018

<sup>268</sup> Popescu, D. I., *Criza finanțiară și politica monetară a Băncii Centrale Europene*, Colecția Biblioteca Economică, vol 438-439, p.15

acceptate a fost coborât de la “A- “(cu excepția ABS-urilor) la “BBB-“.

Tot acum BCE a început să accepte în garanție “titluri de creață/instrumente de debit emise de instituțiile de credit, certificate de depozit, instrumente care au fost tranzacționate pe anumite piețe nereglementate, dar care au fost considerate acceptabile de BCE”<sup>269</sup>, precum și titluri de creață emise în valută straină care să fie emise și deținute în Spațiul Economic European (EEA<sup>270</sup>). O parte din modificări au fost introduse și datorită aderării unor noi state la zona euro. Această măsură a fost necesară pentru ca BCE să ajute băncile care nu reușeau să se împrumute de pe piață. În aprilie 2010 Consiliul Guvernatorilor a decis să mențină raitingul minim la activele tranzacționabile acceptate la „BBB-“, iar în ianuarie 2011 decide să introducă și depozitele la termen pe lista granților acceptate de Eurosistem.

Instituțiile financiare au primit acces la operațiuni suplimentare de refinanțare pe termen lung, maturitatea acestora fiind extinsă de la 6 luni la un an<sup>271</sup>. Scopul acestei măsuri a fost de a menține încrederea în piață și de a garanta băncilor că vor avea la dispoziție surse de finanțare pe o perioadă lungă de timp, ajutându-le în a-și planifica acțiunile și a-și stabilizat poziția pe piață.

În Zona Euro un rol important l-a jucat piața acțiunilor și obligațiunilor. Pentru a menține această piață funcțională, BCE a demarat un programul de achiziționare a unor obligațiuni garantate de pe piața primară, în iunie 2009, program denumit **Covered bond purchase programs (CBPP)**, aceste obligațiuni umând a fi deținute până la maturitate. Scopul acestui program a fost acela de a furniza lichiditate băncilor periferice din Zona Euro<sup>272</sup>, de a scădea rata dobânzilor de politică monetară, de a relaxa condițiile de acordare a creditelor și de sprijini băncile în continuarea acordării finanțării companiilor și gospodăriilor<sup>273</sup>. În perioada iunie 2009 – iunie 2010, s-au

---

<sup>269</sup> BCE, 2013, *The Eurosystem collateral framework throughout the crisis*, Monthly Bulletin, p.2, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201307en\\_pp71-86en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201307en_pp71-86en.pdf) accesat la 20.07.2018

<sup>270</sup> European Economic Area

<sup>271</sup> Comisia Europeană, 2012, *Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE* <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201208/20120820ATT49767/20120820ATT49767EN.pdf> accesat la 20.06.2018

<sup>272</sup> Thompson, G., 2012, *The Eurozone Crisis: Action taken by the ECB*, <http://www.parliament.uk/briefing-papers/SN06448>, accesat la 10.04.2018

<sup>273</sup> Beyer, A. & all, 2017, *Foreword – The Crisis, Ten Years After: Lessons Learnt for Monetary and Financial Research*, ECONOMIE ET STATISTIQUE / ECONOMICS AND STATISTICS N° 494-495-496, p.52,

achiziționat obligațiuni garantate în valoare nominală de 60 miliarde euro<sup>274</sup>.

La începutul anului 2010, semnalele pozitive date de piața financiară au făcut ca BCE să ia decizia de a diminua volumul operațiunilor de refinanțare pe terme lung și de a trece din nou la rate de dobândă variabilă. Practic se dorea revenirea la instrumentele financiare utilizate înainte de criză. Însă în mai 2010, criza s-a transformat într-o criză a datoriilor suverane, forțând BCE să prelungească durata măsurilor neconvenționale de politică monetară.

Ca răspuns la criza datoriilor suverane BCE a lansat în mai 2010 un nou instrument neconvențional de politică monetară și anume Programul titlurilor de piață denumit **Securities market program (SMP)**. Acesta este un programul destinat piețelor titlurilor de valoare, prin care s-au achiziționat obligațiuni de stat și private, de pe piețele secundare. Au fost puse lichidități la dispoziția băncilor și prin intermediul procedurii de licitație cu rată fixă. Prima fază a programului s-a derulat în perioada mai 2010-aprilie 2011. În această fază BCE a cumpărat titluri de creanță emise de țările membre care intraseră deja în criză și care sufereau deja de criza datoriilor suverane: Grecia, Portugalia și Irlanda. Faza a doua a programului s-a derulat începând cu august 2011, în Italia și Spania, la momentul în care bonitatea acestor state devenise îndoelnică.

Deși în mod formal programul SMP nu a reprezentat o formă de relaxare cantitativă, deoarece BCE a efectuat simultan operațiuni de absorbție de lichidități de aceeași valoare, în mod real este dificil de stabilit impactul acestor operațiuni. Absorbția de lichiditate de pe piață se realiza prin atragerea de către BCE de depozite de la băncile comerciale, iar BCE nu a fost tocmai transparentă în comunicarea acțiunilor sale, comunicând cumulat volumul operațiunilor standard cu cele pe termen lung. Rezultatul acestui program nu a fost cel așteptat în special datorită faptului că s-a anunțat că programul este conceput pentru o perioadă determinată de timp și îi este alocat un volum limitat de resurse.

---

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis\\_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2) accesat la 20.07.2018

<sup>274</sup> BCE, 2011, *The ECB's non-standard measures – impact, and phasing-out*, p.65

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201107en\\_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983#page=1&zoom=160,-8.792](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201107en_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983#page=1&zoom=160,-8.792), accesat la 15.07.2018

Au fost întreprise și o serie de modificări inclusiv la nivel legislativ, prin crearea a două autorități de supraveghere noi: Sistemul European al Supraveghetorilor Financiari și Autoritatea Europeană de Supraveghere.

În anul 2010 a fost deschisă Facilitatea Europeană pentru Stabilitate Financiară cu rolul de a colecta fonduri și de a oferi împrumuturi statelor membre în dificultate, având un volum de 400 miliarde euro. Tot în anul 2010 ia ființă Troica, un triumvirat format din Banca Centrală Europeană, Comisia Europeană și Fondul Monetar Internațional, având ca scop acordarea unor împrumuturi financiare în tranșe, țărilor care au nevoie de ajutor extern în vederea stabilizării sistemului bancar și finanțier. Rolul acestui triumvirat a fost de a „*beneficia de expertiza tehnică a personalului FMI și de experiența în gestionarea crizelor și care să permită coordonarea între FMI și instituțiile europene*”<sup>275</sup> pentru a ajuta țările din Zona Euro care se confruntă cu criza.

În 2011 criza datoriilor suverane s-a intensificat datorită programelor de austерitate introduse de guvernele țărilor membre. Tăierea salariilor și reducerea cheltuielilor bugetare nu au făcut altceva decât să ducă la o creștere a datoriilor, influențând negativ sistemul bancar. O altă acțiune a fost aceea de a **diminua volumul rezervelor minime obligatorii** solicitate, rata acestora ajungând la 1% (diminuare de la 2% la 1%)<sup>276</sup>.

În noiembrie 2011, Eurosistemul lansează al doilea program de achiziționare de obligațiuni garantate de pe piața primară, CBPP2, program ce se încheie în octombrie 2012<sup>277</sup>. Au avut loc modificări ale ratei rezervelor minime obligatorii, precum și achiziții simple de titluri de credit specifice.

Una dintre cele mai importante măsuri adoptată în decembrie 2011 a fost introducerea operațiunilor de refinanțare pe termen lung (**Longer-term refinancing operations** -

---

<sup>275</sup> Kincaid, R., 2016, *The IMF's Role in the Euro Area Crisis: What are the Lessons from the IMF's Participation in the Troika?* Background paper, FMI, p.7, [http://www.ieu-imf.org/ieu/files/completedevaluations/EAC\\_BP\\_16-02\\_06\\_The\\_IMF\\_s\\_Role\\_in\\_the\\_Troika.PDF](http://www.ieu-imf.org/ieu/files/completedevaluations/EAC_BP_16-02_06_The_IMF_s_Role_in_the_Troika.PDF), accesat la 15.07.2018

<sup>276</sup> ECB, 2012, *Monthly Bulletin February 2012*, [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/mb201202en\\_box2.pdf?4ce71878ea412fe7f67b47ec08ddbee2](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/mb201202en_box2.pdf?4ce71878ea412fe7f67b47ec08ddbee2) , accesat la 19.07.2018

<sup>277</sup> ECB, 2011, *Decision of The European Central Bank Of 3 November 2011 on the implementation of the second covered bond purchase programme*, L 297/70, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_2972011116en00700071.pdf?0f04c5e439ff45ec4aedde96aec67308](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_2972011116en00700071.pdf?0f04c5e439ff45ec4aedde96aec67308) accesat la 23.07.2018

**LTRO**), prin intermediul căreia era furnizată o cantitate nelimitată de lichidități în piață. Aceste facilități au fost acordate la o rată fixă a dobânzii de 1%, cu maturitate la 1 an și 3 ani, ajungând în 2012 la 1,7 trilioane EUR<sup>278</sup>. Scopul acestui program a fost de a diminua presiunea asupra băncile comerciale din Zona Euro, în special al celor din statele membre care treceau prin criza datoriilor suverane. În prima transă au fost acordate 490 miliarde euro unui număr de 500 de bănci, urmând ca în februarie 2012, 800 de banchi să solicite 530 miliarde euro<sup>279</sup>. Finanțarea clasică a devenit mai puțin atractivă, iar volumul operațiunilor LTRO a crescut în perioada următoare. Jean Pisani-Ferry și Guntram B. Wolff (2012) consideră introducerea acestei măsuri ca fiind una benefică pentru economie<sup>280</sup>.

Furnizarea de lichidități s-a realizat și prin intermediul tranzacțiilor transfrontaliere Target2 prin care BCE transfera rezervele de bani acumulate de bănci, către bănciile cu probleme de lichiditate<sup>281</sup>. Ulrich Bindseil și Philipp Johann König sunt de părere că acest mecanism a venit să evidențieze și mai tare criza din Grecia, Portugalia, Irlanda și Spania, pe când Hans-Werner Sinn este de părere că prin intermediul Target2 au fost finanțate deficitelor de cont curent ale acestor țări<sup>282</sup>.

În anul 2012 s-a decis adoptarea Mecanismului European de Stabilitate Financiară care a înlocuit Facilitatea Europeană pentru Stabilitate Financiară, cu scopul de a acorda sprijin financiar statele membre, stabilind termenii și condițiile asistenței financiare, acordării de credite, asistenței suplimentară în caz de nevoie, însă cu toate acestea criza datoriilor suverane nu a fost înăbușită.

---

<sup>278</sup> European Parliament, 2012, *Crisis Response of Central Banks –the ECB Policy in Comparison to the Policy of the FED and the Bank of England*.

[http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201207/20120705ATT483/20120705ATT483\\_95EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201207/20120705ATT483/20120705ATT483_95EN.pdf), accesat la 27.10.2016

<sup>279</sup> Ibidem

<sup>280</sup> Pisani-Ferry, J., Wolff, G., 2012, *The fiscal implications of a banking union*, [http://aei.pitt.edu/36833/1/The\\_fiscal\\_implications\\_of\\_a\\_banking\\_union\\_\(English\).pdf](http://aei.pitt.edu/36833/1/The_fiscal_implications_of_a_banking_union_(English).pdf) accesat la 1.07.2018

<sup>281</sup> Sinn H.-W., 2011, *The ECB's secret bailout strategy*, Project Syndicate Blog Entry, <http://www.projectsyndicate.org/commentary/sinn37/English> accesat la 25.11.2016

<sup>282</sup> Bindseil U., König P. J., 2011, *The Economics of TARGET2 balances*, SFB Discussion Paper, Series 649, No. 2011-035, pp. 31

Conștientizând gravitatea situației, BCE își asuma în septembrie 2012 rolul de „creditor de ultimă instanță” prin anunțarea publică a deciziei de a achiziționa o cantitate nelimitată de obligațiuni guvernamentale, în vederea menținerii unite a Zonei Euro. Această măsură adoptată de BCE este una neconvențională, deoarece în mod normal, obligațiuniile guvernamentale nu sunt achiziționate nici de BCE și nici de alte bănci centrale.

În acest scop programul SMP a fost înlocuit în septembrie 2012 cu un nou program de finanțare a datoriilor suverane prin intermediul tranzacțiilor monetare ireversibile, denumit **Outright monetary transactions (OMT)**. Volumul acestor operațiuni nu a fost specificat dinainte, însă aveau ca scop tranzacționarea pe piața secundară a unor operațiuni irversibile, cu scopul de a ajuta statele ce se confruntau cu criza datoriilor suverne. Pentru a putea accesa această facilitate, statul respectiv trebuia să solicite asistență din partea BCE și totodată să se angajeze într-un program ferm de redresare economică<sup>283</sup>. Prin intermediul acestui instrument, BCE a oferit sprijin țărilor care au solicitat acest lucru și care au fost de acord cu condițiile impuse de BCE împreuna cu FMI și Comisia Europeană (Troica).

S-a pus întrebarea dacă BCE nu și-a încalcăt statutul când a pus în aplicare acest program. În contextul operațiunilor pe piața deschisă, BCE poate să pună la dispoziție lichiditate, instituțiilor financiare prin cumpărarea de obligațiuni de stat de pe piețele secundare, însă nu acordă credite guvernelor<sup>284</sup>. În articolul 18 al Protocolului statutului SEBC și BCE este menționat că „BCE [...] poate să funcționeze pe piețele financiare [...] cumpărând și vânzând instrumente tranzacționabile”<sup>285</sup>, iar obligațiunile guvernamentale pot fi asociate instrumentelor tranzacționabile, deși în mod normal acestea nu sunt achiziționate de BCE sau de către băncile centrale, așa cum am

---

<sup>283</sup> Popescu, D. I., 2016, *Criza finanziară și politica monetară a Băncii Centrale Europene*, Colecția Biblioteca Economică, vol 438-439, p.15, [http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii\\_online/438-439%20Probleme%20-%20DragosIonPopescu%20-%20Criza%20financiara.pdf](http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii_online/438-439%20Probleme%20-%20DragosIonPopescu%20-%20Criza%20financiara.pdf) accesat la 11.05.2018

<sup>284</sup> De Grauwe, P., 2016, Economics of Monetary Union. Chapter 8: The European Central Bank, Oxford University Press, p. 31, [https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW\\_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs\\_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE](https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE) accesat la 01.04.2018

<sup>285</sup> ECB, *Protocol on the statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank*, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_statute\\_2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf), accesat la 15.07.2018

menționat anterior, prin urmare nu se poate considera că prin această măsură au fost finanțate datoriile guvernamentale.

BCE a ales să sprijine băncile, oferind lichiditate sistemului bancar și neaplicând relaxarea cantitativă precum FED sau Banca Angliei, aceasta fiind o măsură îndreptată spre acordarea de stimulente monetare atunci când rata dobânzii este aproape de zero. Motivația pentru o astfel de decizie este dată de faptul că sectorul bancar este dominant în Zona Euro (privind finanțarea economiei) spre deosebire de SUA sau Marea Britanie în care finanțarea se realizează cu preponderență prin piața de capital.

Decizia de a implementa măsurile de relaxarea cantitativă solicită un control politic și democratic mai ridicat. Se modifică astfel și responsabilitatea băncilor centrale de la a realiza politica monetară, la restabilirea stabilității financiare, îngădind astfel independența băncilor centrale.

În noiembrie 2013, președintele BCE de la acea vreme, Mario Draghi, a afirmat că BCE are nevoie de mai multe date dar va face mai mult “dacă este nevoie”<sup>286</sup>. Astfel că în octombrie 2014 este pus în practică cel de-al treilea program de achiziționare de obligațiuni garantate CBPP3, având ca scop îmbunătățirea transmisiei politicii monetare, a facilitării accesului la creditare și sprijinirii finanțării în Zona Euro, acest program fiind încă în derulare.

Toate aceste măsuri au ajutat la menținerea stabilității monedei euro, iar nivelul prețurilor a fost oarecum stabil, rata inflației situându-se puțin peste nivelul de 2%. Finanțarea deficitelor bugetare prin intermediul BCE trebuie să fie o excepție pentru a nu duce la o criză politică și economică. Această criză a datoriilor suverane a evidențiat faptul că lucrurile nu stau tocmai cum ar trebui la nivelul UE și a scos și mai mult în evidență faptul că UEM este mai mult un proiect politic decât unul economic<sup>287</sup>. De-a lungul timpului, economisti precum „Paul De Grauwe (2000) sau Ben S. Bernanke (2005) au afirmat că UEM este mai degrabă un proiect politic decât unul economic

---

<sup>286</sup> Draghi, M., 2013, “Introductory statement with Q&A,” European Central Bank, November 7, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is131107.en.html> accesat la 20.07.2018

<sup>287</sup> Dadak, Casimir. 2011, *Political Economy of the Euro Area Crisis*, Panoeconomicus, 58(5), pp.593-604).

[...] deoarece nu îndeplinește criteriile Teoriei zonei monetare optime<sup>288</sup>”. Conform acestei teorii o zonă monetară optimă este “*o uniune în care şocurile exogene au efecte similare la nivelul tuturor membrilor ei, sau în care consecințele şocurilor asimetrice pot fi distribuite între membrii uniunii*”.

Banca Centrală Europeană a lansat în luna martie 2015 cel mai vast program de stimulare economică de la formarea UE. Mario Draghi, președintele din acea perioadă a BCE a afirmat că Uniunea Monetară a depășit criza, iar evoluția sa va fi una ascendentă datorită injecției de lichiditate. În ședința din 5 martie 2015, Consiliul guvernatorilor a hotărât să mențină rata dobânzii la: 0,05% pentru operațiunile principale de refinanțare, la 0,30% în cazul facilității de creditare marginală și, respectiv -0,20% pentru facilitatea de depozit<sup>289</sup>. Aceste rate ale dobânzilor au avut o evoluție descendenta în perioada următoare, ajungând la 0% în cazul operațiunilor principale de refinanțare, la 0,25% la facilitate de credit marginală și -0,4% la facilitate de depozit, conform informațiilor publicate pe site-ul BCE cu privire la deciziile de politică monetară din 8 Martie 2018<sup>290</sup>. Dobânda negativă la facilitățile de depozit are ca rol încurajarea băncilor de a investi.

### **5.1.2. QUANTITATIVE EASING- RELAXAREA CANTITATIVĂ**

Relaxarea cantitativă are ca rol stimularea economiei atunci când banca centrală reduce ratele dobânzilor pe termen lung, prin cumpărarea de la bănci a unei cantități importante de obligațiuni guvernamentale cu scadențe pe termen lung. Prin intermediul acestei măsuri se observă o creștere a dimensiunii balanței băncii centrale. Efectul acestui program este de a crea bani și a-i introduce pe piață pentru ca indivizii și companiile să poată împrumuta mai mult, la rate de dobândă scăzute, având un efect pozitiv asupra consumului și investițiilor.

Prin intermediul operațiunilor de refinanțare pe termen lung (**Longer-term refinancing**

<sup>288</sup> Handler, H., 2013, *The eurozone: piecemeal approach to an optimum currency area*, Munich Personal RePEc Archive, pp.5,51 [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67183/1/MPRA\\_paper\\_67183.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67183/1/MPRA_paper_67183.pdf) accesat la 6.07.2018

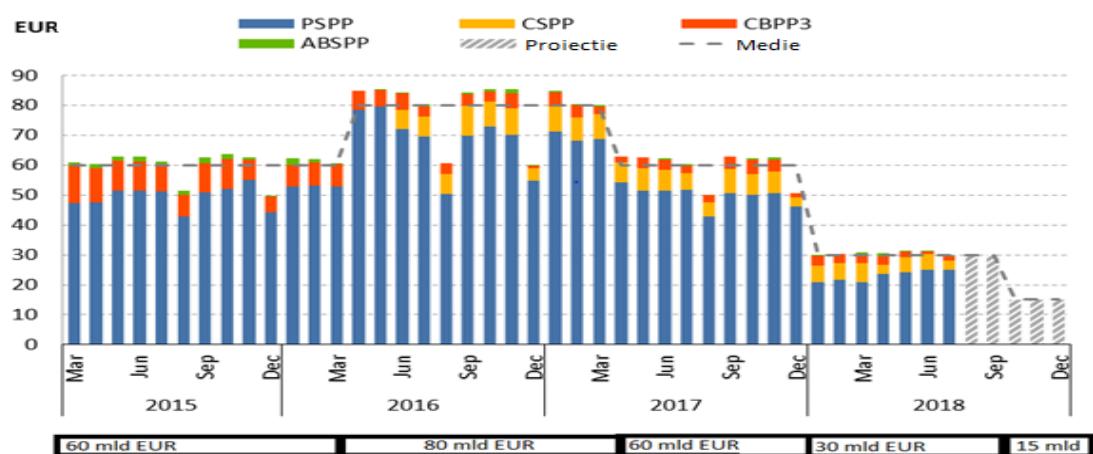
<sup>289</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.ro.html>, accesat la 03.02.2017

<sup>290</sup> ECB, 2018, *Press Release, Monetary policy decisions*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180308.en.html>, accesat la 12.06.2018

**operations - LTRO),** BCE nu și-a asumat riscurile asociate scadenței acestor tranzacții, aplicând pentru aceste facilități media ratelor dobânzilor pe termen scurt, care se vor materializa în următorii trei ani, însă și-a asumat riscul de credit, deoarece băncile respective nu puteau obține finanțare din altă parte.

Începând cu martie 2015, BCE a demarat un program de relaxare cantitativă prin intermediul căruia a achiziționat active de 60 miliarde euro lunar până în martie 2016. Acest program de relaxare cantitativă s-a realizat prin intermediul programelor: **Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)**, **Public sector purchase programme (PSPP)**, **Corporate sector purchase programme (CSPP)**, **Covered Bond Purchase Programme3 (CBPP)**, programe care sunt active în prezent. După această perioadă volumul lunar al activelor achiziționate prin acest program a fost de 80 miliarde euro până în martie 2017, când Consiliul guvernatorilor a decis diminuarea la 60 miliarde euro lunar, iar începând cu octombrie 2017 a fost redus la 30 miliarde euro lunar. Începând cu ianuarie 2018 volumul achizițiilor nete lunare a fost redus la 30 miliarde euro lunar, estimându-se că începând cu octombrie 2018 acestea vor fi reduse la 15 miliarde euro lunar. Scopul introducerii relaxării cantitative a fost de a stimula creșterea economică din Zona Euro și de a aduce inflația aproape de ținta de 2%<sup>291</sup>.

**Fig.23 Evoluția programului Quantitative Easing în perioada martie 2015 – decembrie 2018 (proiecție)**



<sup>291</sup> Informații disponibile online, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, accesat la data de 19.06.2018

Sursă: prelucrare după date BCE,  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#abspp> accesat la  
20.08.2018

BCE le-a oferit băncilor o altă opțiune avantajoasă de finanțare pentru o perioadă de 4 ani prin intermediul **operațiunilor principale de refinanțare pe termen lung (TLOTRO II)** din martie 2017, ce au avut impact pe piața financiară globală datorită volumului acestora: 514 miliarde Euro în trimestrul II din 2017, crescând la 764 miliarde euro în trimestrul III din 2017<sup>292</sup>.

Am văzut în cele de mai sus că BCE a acționat conservator și chiar cu prudență în ceea ce privește această măsură de relaxare cantitativă (QE), dacă facem o comparație cu măsurile și volumul acestora, întreprinse de către FED în acest sens. Relaxarea cantitativă nu a avut efectul scontat în anul 2015, iar autoritățile monetare s-au dovedit incapabile de a aduce economia la parametrii optimi de funcționare, în condițiile în care ratele dobanzilor au ajuns aproape de 0% sau chiar sub 0% (BCE -0,4% în martie 2016).

BCE a adoptat măsuri neconvenționale denumite și măsuri non-standard de politică monetară în vederea susținerii sectorului bancar. Aceste măsuri au fost necesare datorită importanței pe care o au instituțiile financiare în susținerea economiei reale, BCE mizând pe o modificare a politicii de creditare. Rolul acestor măsuri a fost de a evita falimentele bancare, care ar fi avut consecințe asupra stabilității prețurilor.

Aplicarea diferențiată a măsurilor de politică monetară de către BCE se datorează în special diferențelor din cadrul instituțional și percepției de evaluare a riscului efectuată de banca centrală. Acțiunile întreprinse în SUA și Marea Britanie sunt oarecum asemănătoare deoarece sistemul finanțier este dominat de piața de capital, în timp ce în Europa, sistemul finanțier este dominat de sectorul bancar.

În Zona Euro, BCE a încercat să corecteze cele mai afectate componente ale mecanismului de transmisie monetară. Strategia aplicată în SUA a fost de a estompa limita dintre politica monetară și politicile fiscale și financiare, pe când în Zona Euro o

---

<sup>292</sup> EBA, 2017, **Risk assessment of the european banking system**, p.38,  
<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2037825/Risk+Assessment+Report+-+November+2017.pdf> , accesat la 16.07.2018

astfel de strategie ar putea pune în pericol independența autorității monetare.

### **5.1.3. TRANSPARENȚA COMUNICĂRII BCE**

Transparența este definită pe site-ul BCE drept mecanismul prin care “*banca centrală oferă publicului larg și piețelor toate informațiile relevante privind strategia, evaluările și deciziile sale politice, precum și procedurile sale într-o manieră deschisă, clară și în timp util*”<sup>293</sup>.

Prin intermediul explicațiilor și publicațiilor pe care BCE le pune la dispoziția publicului, acesta poate să înțeleagă politica monetară condusă de banca centrală. Prin intermediul comunicării deciziilor sale, BCE poate explica deciziile luate, publicului și piețelor financiare, orientându-le astfel așteptările. Comunicare fermă și pe înțelesul tuturor a strategiei de politică monetară ajută la menținerea credibilității BCE.

Principiul transparenței trebuie să fie respectat în luarea deciziilor, transparența fiind cea care “*sporește legitimitatea, eficacitatea și responsabilitatea administrației, consolidând astfel principiile democrației*”<sup>294</sup>.

Conform Articolului 15 din Statut, BCE are anumite obligații de raportare, trebuind totodată să pună la dispoziția publicului documentele emise de aceasta, cu respectarea confidențialității unor aspectelor care se referă la îndeplinirea sarcinilor BCE, așa cum este prevăzut în “*Decizia Băncii Centrale Europene din 4 martie 2004 privind accesul public la documentele Băncii Centrale Europene*”.

Situația finanțiară consolidată a SEBC este publicată săptămânal, iar raportul privind activitatea SEBC este publicat trimestrial. Analiza situației economice și a perspectivelor evoluției prețurilor sunt publicate lunar în buletinele BCE. Începând cu ianuarie 2015, după fiecare reuniune de politică monetară se publică un Buletin economic, care înlocuiește Buletinul lunar. Tot începând cu acest an, BCE publică și un raport cu privire la reuniunea de politică monetară. Anual îi este prezentat

---

<sup>293</sup> BCE, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/transparency/html/index.en.html>, accesat la 16.07.2018

<sup>294</sup> UE, 2004, *Decizia Băncii Centrale Europene privind accesul public la documentele Băncii Centrale Europene*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_08020040318ro00420044.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_08020040318ro00420044.pdf) accesat la 5.07.2018

Parlamentului European un raport în care este analizată politica monetară implementată în anul precedent și politica pentru anul în curs, precum și activitatea SEBC<sup>295</sup>.

La capitolul transparență, BCE mai are de depus eforturi suplimentare, deoarece aceasta a dat doar informații generale cu privire la programele sale de finanțare. Referitor la programul SMP a publicat doar valoarea săptămânală a acțiunilor achiziționate, fără a da detalii despre suma planificată, compozitia acestora sau scadența lui. S-a speculat că în prima fază a utilizării acestui instrument au fost achiziționate acțiuni grecești. Rezolvarea situației din Grecia a fost o mare provocare pentru BCE deoarece aceasta a fost nevoie să găsească o variantă prin care să accepte acele garanții ajunse în incapacitate de plată, dar în același timp să nu-și piardă credibilitatea. Prin intermediul programului SMP, Eurosistemul a cumpărat titluri de creație emise de statele care se confruntau cu criza datorilor suverane în vederea susținerii mecanismului de transmitere al politicii monetare în interiorul UEM.

FED a fost mult mai transparentă, comunicând contribuabililor toate detaliile programele sale, tocmai pentru ca aceștia să-și mențină încrederea în banca centrală. BCE a motivat această lipsă de transparență prin faptul că divulgarea detaliilor programului ar fi putut provoca efecte mai grave, precum și adâncirea crizei.

Abia în primăvara anului 2011 BCE a înțeles importanța rolului comunicării, fiind necesară o transparență sporită în procesul de luare al deciziilor. BCE a început să anunțe mai clar și pe înțelesul publicului larg, strategiile de ieșire din criză. Astfel, BCE a majorat în aprilie și iulie ratele dobânzii cu 25 puncte procentuale, în timp ce în noiembrie și decembrie acestea au scazut din nou cu 25 de puncte procentuale.

La capitolul transparență și comunicare, BCE a evoluat mult față de momentul declanșării crizei, mândrindu-se cu o serie de măsuri adoptate în anul 2017 precum:

- comunicarea externă a fost și ea îmbunătățită. În noiembrie 2017 a fost organizată de către BCE o conferință pe tema băncilor centrale la care au participat membri ai băncilor centrale din mai multe țări, dar și reprezentanți ai piețelor financiare,

---

<sup>295</sup> BCE, 2018, *Politica Monetară Europeană*, Fișe tehnice UE – 2018, p.3,  
[http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU\\_2.6.3.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU_2.6.3.pdf) accesat la 16.08.2018

ai presei sau reprezentanți din domeniul politic.

- BCE a răspuns la un număr de “*138 de întrebări adresate de deputați în Parlamentul European*”<sup>296</sup>;
- un nou centru pentru vizitatori a fost deschis pentru publicul larg în Frankfurt, în clădirea principală a BCE, cu scopul de a permite cetățenilor europeni și nu numai să cunoască mai multe detalii despre istoricul BCE, rolul și atribuțiile sale;
- site-ul oficial BCE a fost accesat de peste 17 milioane de ori pe parcursul anului 2017<sup>297</sup>.

În raportul aferent anului 2017 este menționat faptul că BCE acordă o mare importanță comunicării transparente, motiv pentru care începând cu luna noiembrie s-a angajat în consultări publice cu privire la caracteristicile ratei dobânzii și ora la care aceasta este publicată. Prima consultare publică s-a încheiat în 12 ianuarie 2018, având în dezbatere rata dobânzii overnight. La această consultare au luat parte 54 de participanți, reprezentanți ai sectorului bancar.

Tot în această perioadă a fost pusă la dispoziția sectorului privat o platformă de discuții cu privire la ratele de rezervă și aspecte privind posibilitatea tranziției către alte rate alternative “cu risc zero”<sup>298</sup>.

De la începutul crizei, politica monetară a suferit un proces continuu de transformare, băncile centrale fiind nevoie să adopte unele măsuri fără precedent. Astfel, ratele dobânzilor de politică monetară au atins minime istorice, tocmai pentru a susține economia.

După criză au apărut schimbări și la nivelul reglementării. BCE a fost desemnată la sfârșitul anului 2014 drept supraveghetorul băncilor mari din Zona Euro, care au un volum al bilanțului de peste 30 miliarde Euro sau peste 20% din PIB-ul național, supravegerea celorlalte bănci (aprox. 6000) revenind în sarcina autorităților de

---

<sup>296</sup> Raport anual BCE (2017), online:

[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 16.07.2018

<sup>297</sup> Ibidem

<sup>298</sup> BCE, 2017, *Raport anual online*:

[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 16.07.2018

supravegere națională. Prin acest statut BCE are dreptul să auditeze bilanțul acestor bănci, să le capitalizeze sau să le acorde amenzi, dacă este cazul<sup>299</sup>.

Datorită reacției întârziate a BCE, producția Zonei Euro a scăzut până la jumătatea anului 2009, cu mult față de cea din SUA. Întârzierile în vederea stimulării redresării economice au generat efecte permanente<sup>300</sup>. Toate acestea au avut ca și consecință o redresare mai slabă, fiind afectată credibilitatea BCE. Dar trebuie să recunoaștem că măsurile adoptate de BCE au fost benefice, generând stabilitate, având în vedere mediul economic instabil și structura UE.

BCE a fost nevoită să acționeze în combaterea crizei din perioada 2007-2009 astfel încât obiectivul stabilității prețurilor să fie îndeplinit în toată Zona Euro, la nivelul tuturor statelor membre. BCE a răspuns la criză atât prin intermediul instrumentelor tradiționale de politică monetară: rata dobânzii, operațiunile open market, facilitatea de credit marginală, diminuarea rezervelor minime obligatorii, extinderea duratei operațiunilor de refinanțare dar și prin intermediul unor măsuri fără precedent, măsuri neconvenționale precum: extinderea listei garanțiilor eligibile acceptate de Eurosistem, programul SMP destinat pieței titlurilor de valoare, programul de achiziție de obligațiuni garantate CBPP, tranzacții monetare ireversibile OMT, etc.

Măsurile neconvenționale adoptate de BCE au venit să compenseze măsurile tradiționale de politică monetară, iar efectul lor a fost resimțit în întreaga Zonă Euro. Toate aceste măsuri au avut ca scop acordarea de credite de refinanțare băncilor, pentru ca acestea să dispună de sursele necesare pentru a acorda credite agenților economici și populației, în vederea continuării activității economice și menținerii stabilității financiare.

---

<sup>299</sup> De Grauwe, P, 2016, *Economics of Monetary Union. Chapter 8: The European Central Bank*, Oxford University Press, p.36  
[https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW\\_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs\\_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE](https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab..0.0.0....0.0KUSgWRGIbE) accesat la 01.04.2018

<sup>300</sup> Fatas, A., Summers, L., 2015, *The Permanent Effects of Fiscal Consolidations*, CEPR No. 10902, October 2015

Așa cum menționează și Yves Mersch<sup>301</sup>, Membră a Comitetului Executiv al BCE, măsurile neconvenționale au fost introduse doar temporar de către BCE. Aceasta mai menționează că întradenveăr BCE are un rol important în gestionarea crizelor, însă această criză nu poate fi rezolvată doar prin intermediul politiciei monetare. Rolul primordial în combaterea crizei îl au guvernele naționale ale statelor membre, care trebuie să se adapteze la cadrul creat de UEM. Acestea trebuie să își asume în comun responsabilitatea pentru a stabiliza Zona Euro prin politici economice și fiscale adecvate.

Măsurile aplicate de BCE pentru înăbușirea crizei au avut ca scop îndeplinirea mandatului său, și nu în “*a ajuta băncile sau guvernele*” ci în “*menținerea fluxului de credite*”<sup>302</sup>. Decizile de politică monetară ale BCE au vizat în primul rând îndeplinirea mandatului BCE: stabilitatea prețurilor. BCE s-a confruntat și cu anumite constrângeri în reacția sa la criză, datorită obiectivului său. Astfel OMT-urile au fost utilizate doar în situația în care “*stabilitatea prețurilor a fost amenințată*”<sup>303</sup>. Putem concluziona că BCE și-a îndeplinit principalul său obiectiv și anume menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu și pe termen lung.

## 5.2. REACȚIA FED LA CRIZA FINANCIARĂ

Putem spune că FED a răspuns prompt și proactiv la criza financiară declanșată în anul 2007. În cele ce urmează vom analiza măsurile întreprinse de FED ca reacție la criza din perioada 2007-2009.

**Tabel nr.13 Măsuri întreprinse de FED în perioada 2008-2012**

Măsuri întreprinse	Perioadă
Linii de SWAP valutar cu alte bănci centrale	2007

<sup>301</sup> Mersch, Y., 2013, *The European Central Bank's role in overcoming the Crisis*, discurs susținut la UniCredit Business Dialogue, Hamburg, 17 June 2013,

[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130617\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130617_1.en.html) , accesat la 20.07.2018

<sup>302</sup> Praet, P., 2017, *The role of the ECB: prudence and responsibility in times of crisis*, Discurs susținut la “Heidelberg Symposium”, Heidelberg, 11 May 2017,

[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511_1.en.html) , accesat la 20.07.2019

<sup>303</sup> Ibidem

Praet este membru al comitetului executiv al BCE.

Preluarea Bear Stearns și falimentul Lehman Brothers	2008
Salvarea Fannie Mae/Freddie Mac	2008
Salvarea AIG	2008
TARP – revigorarea pieței creditarii	2008
Anunțarea planului de stabilitate financiară	2009
Semnarea Recovery Act	2009
Anunțarea programului pentru relansarea pieței creditelor ipotecare	2009
Teste de stres implementate pentru băncile mari	2009

*Sursă:* Prelucrare autor după date FED<sup>304</sup>

Așa cum este menționat și pe site-ul oficial, FED a reacționat la criza finaciарă prin **trei seturi de instrumente**:

- Primul tip de instrumente este strâns legat de rolul tradițional de “creditor de ultimă instanță” și are în vedere furnizarea de lichidități: băncilor, instituțiilor financiare și celor depozitare. În această categorie vom include o serie de programe care vor fi detaliate ulterior precum: Licitățiile la termen (Term Auction Facility - TAF), Facilitățile de creditare pentru intermediarii principali (Primary Dealer Credit Facility - PDCF), Facilitățile de împrumuturi la termen pe titluri de valoare (Term Securities Lending Facility - TSLF). Le vom încadra în această categorie datorită faptului ele sunt strâns legate de rolul FED de “creditor de ultimă instanță”, dacă dăm acestui rol o înțelegere mai complexă. Au fost încheiate și acorduri de swap valutar cu diferite bănci centrale din străinătate precum BCE, Banca Angliei, etc. pentru ca acestea să poată la rândul lor să-și exercite funcția de “creditor de ultimă instanță” prin furnizarea de lichidități în dolari, băncilor din țara lor.
- Al doilea set de instrumente sunt aşa zisele instrumente neconvenționale care vizează lichiditatea pe piețele cheie de creditare, această fiind pusă direct la îndemana debitorilor și a investitorilor sub forma: Facilității de finanțare a efectelor de comerț (Commercial Paper Funding Facility - CPFF), Fondului de lichiditate pentru fonduri mutuale de pe piața monetară cu efecte de comerț garantate cu active (Asset-Backed

---

<sup>304</sup> Date prelucrate de pe <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>

Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility - AMLF), Facilității de finanțare a investitorilor de pe piața monetară (Money Market Investor Funding Facility - MMIFF), și Facilității de creditare garantată cu active pe termen scurt (Term Asset-Backed Securities Loan Facility - TALF).

- Cel de-al treilea set de instrumente are în vedere extinderea rolului operațiunilor open market pentru a sprijini creditarea, a relaxa condițiile de creditare și a diminua presiunea pe rata dobânzii<sup>305</sup>.

### **5.2.1. INSTRUMENTE DE POLITICĂ MONETARĂ TRADITIONALE**

În perioada de debut a crizei, până la falimentul Lehman Brothers, FED a folosit pârgiile tradiționale de intervenție precum reducerea ratei dobânzii pe termen scurt, până aproape la 0%. **Diminuarea ratei dobânzii** de la 5,25% până la 0% a generat o relaxare a politiciei monetare.

Totodată au fost folosite operațiunile obișnuite de piață monetară (open market) pentru a pune lichiditate la dispoziția piaței. **Operațiunile open market** au fost și ele ajustate pentru a se putea achiziționa titluri de valoare pe termen lung, acesta fiind un instrument al cărui principal rol a fost de a sprijini creditarea. Scopul acestor acțiuni a fost de a încuraja băncile să se împrumute reciproc, prin ieftinirea costurilor de creditare, evitând astfel o criză sistemică.

Reducerea ratei dobânzii și implementarea unor programe care să mențină funcționale instituțiile financiare, prin asigurarea de lichiditate au dus la o modificare semnificativă a balanței de plăți a Federal Reserve<sup>306</sup>.

Fiind proactivă, FED a observat ineficiența măsurilor clasice și a pus la dispoziția băncilor licitațiile la termen (programul TAF) prin intermediul cărora băncile se puteau împrumuta în grup. Acest tip de instrument a avut impact doar în ceea ce privește componența activelor și nu volumul acestora (Felkerson, 2011, p.8)<sup>307</sup>. Mai multe

---

<sup>305</sup> [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)

<sup>306</sup> Ibidem

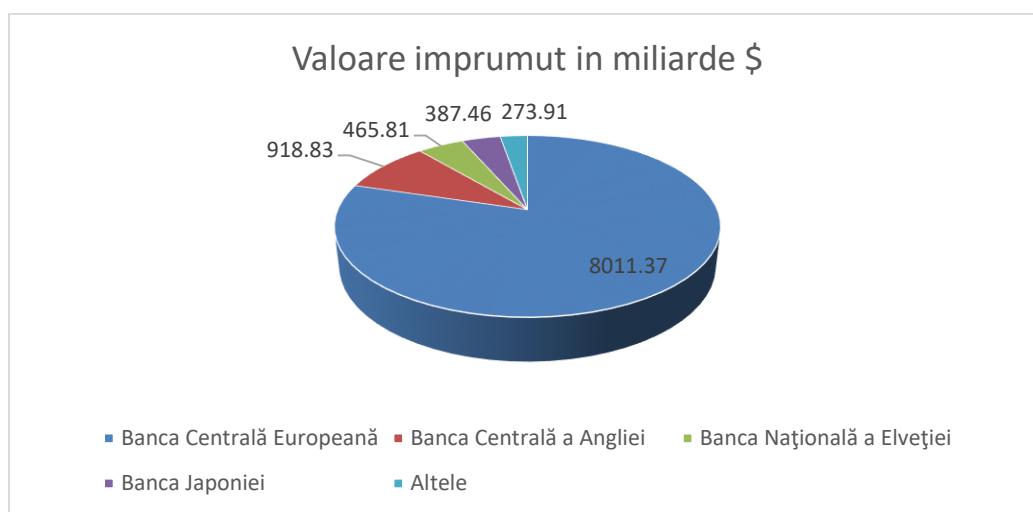
<sup>307</sup> Felkerson J., 2011, *\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient*, Levy Institute of Bard College. Available online:

detalii despre acest subiect sunt tratate în cadrul politicilor monetare neconvenționale capitolul “5.2.2 FED. Măsuri neconvenționale de politică monetară”.

Tot acum “*FED a deschis și linii de swap valutar acordate băncilor centrale “Central Bank Liquidity Swap Lines” (CBLS)*”<sup>308</sup>. Acest tip de facilitate îmbracă forma unor contracte repo prin care banca centrală care se împrumută vinde către FED moneda sa națională la un curs de schimb care este stabilit pe piața valutară. Suma respectivă va fi răscumpărată ulterior la un curs de schimb ce a fost stabilit în momentul accesării programului, facilității.

FED a încheiat “*acorduri de swap valutar cu 14 bănci centrale străine*”, prin care a permis acestora să furnizeze lichidități în dolari, băncilor comerciale afiliate<sup>309</sup>. Prin intermediul acestei facilități au fost acordate un număr de 569 de împrumuturi în sumă totală de 10.057, 4 miliarde de dolari, în perioada decembrie 2007 - februarie 2010. Principalele cinci bănci care au accesat acest tip de facilitate au fost: BCE, Banca Centrală a Angliei, Banca Națională a Elveției, Banca Japoniei, Banca Națională din Danemarca.

**Fig.24 Accesarea facilității CBLS în perioada dec. 2007- feb. 2010**



[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf)

<sup>308</sup> Bonta, L., 2018, *Federal Reserve Response to the 2007 Financial Crisis. Monetary policy instruments*, Ovidius University Annals Economic Sciences Series, Volume Xviii Issue 1, <http://stec.univ-ovidius.ro/html/anale/RO/wp-content/uploads/2018/08/Full-Vol.-XVIII-Issue-1.pdf> accesat la 28.08.2018

\* Articolul “*Federal Reserve Response to the 2007 Financial Crisis. Monetary policy instruments*” a fost susținut în cadrul conferinței PIGE 2018, fiind publicat în Ovidius University Annals Economic Sciences Series, Volume Xviii Issue 1, conținutul articolului fiind cuprins în prezența teză de doctorat.

<sup>309</sup> Cerna, S., 2014, Politica Monetară, Editura Academiei Române, București, p.409

Sursă: FED, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm)

accesat la 20.06.2018

Prin programele întreprinse, FED a reușit să asigure lichiditate pe termen scurt atât băncilor cât și instituțiilor financiare.

### **5.2.2. MĂSURI NECONVENTIONALE DE POLITICĂ MONETARĂ**

Observând că măsurile tradiționale nu sunt suficiente, FED a trecut la o abordare mai agresivă, utilizând **măsuri neconvenționale de politică monetară**, scopul acestora fiind de a menține lichiditate în piață.

Acțiunile Băncii Rezervelor Federale s-au axat pe două direcții. Cea mai importantă direcție, din punctul meu de vedere, a fost intervenția pentru a preveni falimentul unor instituții de importanță sistemică precum AIG și Bear Stearns. A doua direcție s-a axat pe introducerea unor facilități speciale, care să asigure lichiditate băncilor autohtone și străine, fondurilor mutuale și brokerilor, astfel încât acestea să reușească să susțină în continuare creditarea.

În martie 2008, FED salvează de la faliment una dintre cele mai mari firme de investiții din SUA, Bear Stearns, care ulterior este preluată de gigantul JP Morgan Chase. Până la mijlocul anului 2008, intervențiile FED nu au fost considerabile din punct de vedere al volumului, iar valoarea activelor FED nu a suferit creșteri importante.

Primul program de relaxare cantitativă (martie 2009) a constat în achiziții de trezorerie și de acțiuni garantate cu impotecă (Mortgage-Backed Security - MBS), cu scopul de a atrage atenția pieței. S-au achiziționat MBS-uri garantate de Fannie, Freddie și Ginnie Mae în sumă de 1,25 trilioane USD. În următoarele șase luni s-au făcut achiziții în titluri de trezorerie care s-au ridicat la 300 miliarde USD<sup>310</sup>.

Începând cu septembrie 2008, FED conștientizează că măsurile tradiționale nu sunt suficiente și pune în aplicare măsuri fără precedent, prin implementarea unor programe

---

<sup>310</sup> Bernanke, B., 2015, *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, Norton, p.414, <http://oceanofpdf.com/pdf-ebook-the-courage-to-act-a-memoir-of-a-crisis-and-its-aftermath-download/>, accesat la 17.07.2018

de finanțare neconvenționale care au avut ca scop principal de a menține și de a crea lichiditate în piață, așa cum vom vedea în cele ce urmează. Tot în acest sens au fost create **noi mecanisme de refinanțare**.

### **1. “Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)”**

Această facilitate a fost concepută pentru a furniza lichiditate pe piața monetară din SUA, fiind destinată industriei și întreprinderilor mari, pentru a finanța achiziționarea de active de la investitorii eligibili, având o durată de un an de zile (octombrie 2008 pana în noiembrie 2009)<sup>311</sup>. Prin intermediul acestei măsuri au fost salvate General Motors și Chrysler, Fed împrumutând 57,9 miliarde de dolari industriei auto. De acest program au beneficiat și alți giganți auto precum Nissan, Ford, Volkswagen, Toyota și BMW.

**2. Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)**, este o facilitate de creditare utilizată pentru finanțarea instituțiilor de depozitare, a fondurilor mutuale, a holding-uri-lor bancare și a filialelor din SUA a băncilor străine. Aceasta a fost necesară pentru crearea unei piețe pe care să se tranzacționeze aceste tipuri de instrumente (Asset-Backed Commercial Paper ABCP – titluri comerciale garantate cu active), în anumite condiții.

“În septembrie 2008, Reserve Primary Fund, cel mai vechi fond mutual din SUA, a diminuat prețul acțiunilor sub 1 dolar”<sup>312</sup>. Răspunsul la această acțiune a apărut imediat, iar investitorii au solicitat să retragă sumele investite prin intermediul fondurilor mutuale în aceste acțiuni riscante. Sumele retrase au fost în cea mai mare parte utilizate pentru a cumpăra obligațiuni de trezorerie<sup>313</sup>. Această facilitate a fost folosită de către intermediari pentru a cumpăra cu suma primită ABCP-uri garantate, emise de fondurile mutuale Money Market Mutual Fund (MMMF), deoarece aceste nu puteau împrumuta sumele de care aveau nevoie direct de la FED. Astfel FED acorda

---

<sup>311</sup> FED, 2010, *Expired Policy Tools, Money Market Investor Funding Facility*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>, accesat la 02.05.2018

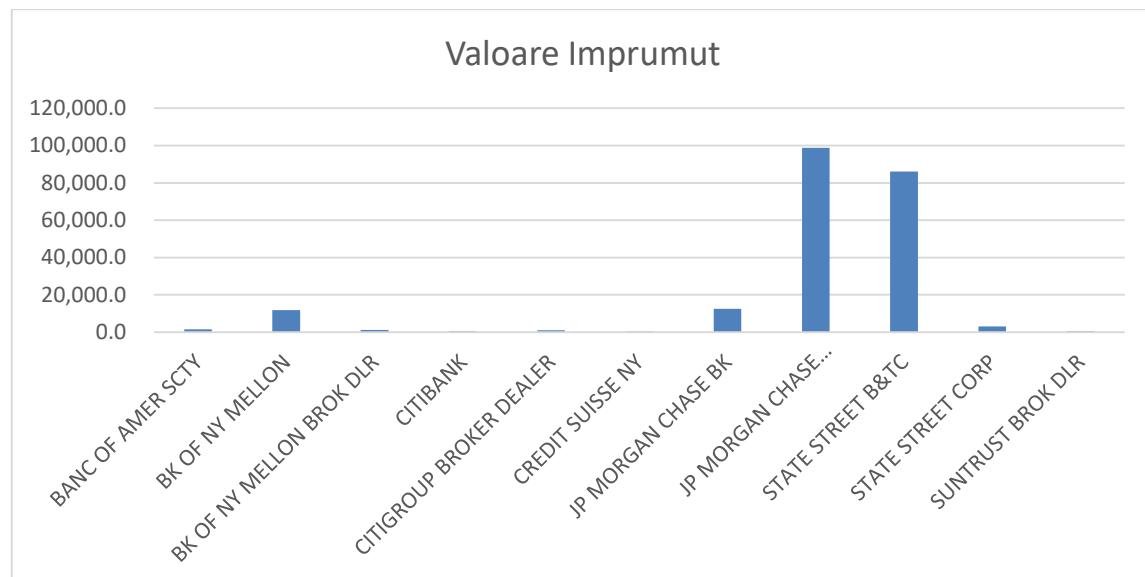
<sup>312</sup> Felkreson, J., 2011, \$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient, Levy Institute of Bard College, p.21 [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf), accesat la 08.05.2018

<sup>313</sup> The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition, p.357, [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf) , accesat la 17.07.2018

credite băncilor, urmând ca suma respectivă să fie utilizată pentru achiziționarea de ABCP (titluri garantate cu active), active ce erau achiziționate de la fondurile mutuale<sup>314</sup>.

Acest program a avut ca scop stimularea lichidității pe piața acestor titluri, facilitatea fiind deschisă pe 22 septembrie 2008 și până la 1 februarie 2010, fiind implementată de către Federal Reserve Bank of Boston. Toate împrumuturile acordate prin acest program au fost garantate, acesta fiind unul dintre criteriile de eligibilitate ale programului<sup>315</sup>.

**Fig.25 Repartizarea pe beneficiari a facilității AMLF**



*Sursă:* Prelucrare personală, date FED, FED, 2010, Expired Policy Tools,  
<https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-amlf.htm>, accesat la 02.05.2018

Așa cum rezultă și din graficul de mai sus cei mai importanți beneficiari ai acestui program au fost J.P. Morgan Chase, care a beneficiat de aproximativ 51% din valoarea fondurilor puse la dispoziție prin acest program și State Street B&TC, care au utilizat 41% din totalul de 217 miliarde dolari puse la dispoziție prin intermediul facilității AMLF.

<sup>314</sup> Ibidem, p.359

<sup>315</sup> FED, 2010, Expired Policy Tools, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmmf.htm>, accesat la 02.05.2018

### **3. “Commercial Paper Funding Facility” (CPFF)**

Această facilitate a avut ca scop menținerea lichidității pe termen scurt, jucând un rol important în creșterea accesului la credite al întreprinderilor și consumatorilor privați, expirând în februarie 2010. Rata dobânzii practicată pentru aceste facilități a fost între 0,25 % și 1,5%<sup>316</sup>.

### **4. “Primary Dealer Credit Facility” (PDCF)**

Deschisă sub forma unui împrumut overnight a vizat finanțarea intermediarilor principali, în schimbul unor garanții eligibile, având ca obiectiv principal funcționarea piețelor în general. Această facilitate a fost menținută până în februarie 2010<sup>317</sup>.

### **5. “Term Securities Lending Facility” (TSLF)**

A avut ca scop menținerea lichidității la nivelul Trezoreriei și pe alte piețe conexe. Acestea au fost utilizate până în februarie 2010 sub forma unor licitații săptămânaile a unor titluri de stat.

### **6. “Term Auction Facility” (TAF)**

Prin intermediul acestei facilități s-a pus la dispoziție lichiditate instituțiilor depozitare. Aceasta a îmbrăcat forma unei licitații. S-a permis băncilor să liciteze în grup, fiind acceptate în acest fel o gamă mai largă de garanții. Se licita sume fixe de bani, rata dobânzii fiind stabilită prin intermediul licitației. Aceste licitații s-au organizat de două ori pe săptămână: 75 miliarde de dolari pe termen de 28 de zile și 25 miliarde de dolari pe termen de 84 de zile, în perioada decembrie 2007 - martie 2010<sup>318</sup>.

Suma totală angajată de FED prin intermediul acestei facilități a fost de 3.818 miliarde de dolari. Cele mai importante instituții bancare care au beneficiat de acest program au fost: Bank of America Corporation, Barclays PLC (Marea Britanie) și Royal Bank of Scotland Group PLC (Marea Britanie) conform datelor din XLS-ul pus la dispoziție pe

---

<sup>316</sup> FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>, accesat la 02.05.2018

<sup>317</sup> FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm>, accesat la 02.05.2018

<sup>318</sup> <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-taf.htm>, accesat la data de 17.07.2018

site-ul oficial al FED<sup>319</sup>. Toate aceste sume au fost restituite la termen, iar facilitățile au fost închise, respectându-se termenele acestui program.

## **7. “Term Asset-Backed Securities Loan Facility” (TALF)**

Această facilitate a avut ca țintă principală gospodăriile și miciile afaceri, FED New York acordând credite de peste 200 miliarde USD, fiind ultima dintre facilitățile speciale de menținere a lichidității în piață. Aceste împrumuturi au fost garantate de active. Aceste operațiuni au fost începute în martie 2009 și acordate până în iunie 2010, având termen final de rambursare luna octombrie a anului 2014<sup>320</sup>.

Structura TALF s-a diferențiat față de celelalte programe de lichiditate inițiate de FED, însă rolul său a fost de a asigura lichiditatea sistemului finanțier și de a încuraja fluxul de credite, fiind similar cu funcția tradițională a băncii centrale. Diferența este că acest program a fost conceput pentru a sprijini piața creditelor securitizate, fiind orientat spre acordarea de sprijin pentru intermedierea creditelor pe piață<sup>321</sup>.

## **8. “Maturity Extension Program and Reinvestment Policy”**

În cadrul acestui programu FED a vândut sau a răscumpărat un total de 667 miliarde de dolari de titluri de trezorerie pe termen scurt. Veniturile obținute au fost utilizate pentru achiziționarea de titluri de trezorerie pe termen lung, extinzând astfel scadența medie a valorilor mobiliare din portofoliul său. Prin exercitarea unei presiuni de scădere asupra ratelor dobânzilor pe termen mai lung, programul de extindere a scadenței a avut rolul de a contribui la o relaxare mai largă a condițiilor pieței financiare și de a oferi sprijin pentru redresarea economică. FOMC a anunțat, în septembrie 2011, un program de 400 de miliarde de dolari, având termen de finalizare sfârșitul lunii iunie al anului 2012, însă FOMC a prelungit programul până la sfârșitul anului 2012, vânzând și răscumpărând, încă 267 miliarde dolari<sup>322</sup>.

---

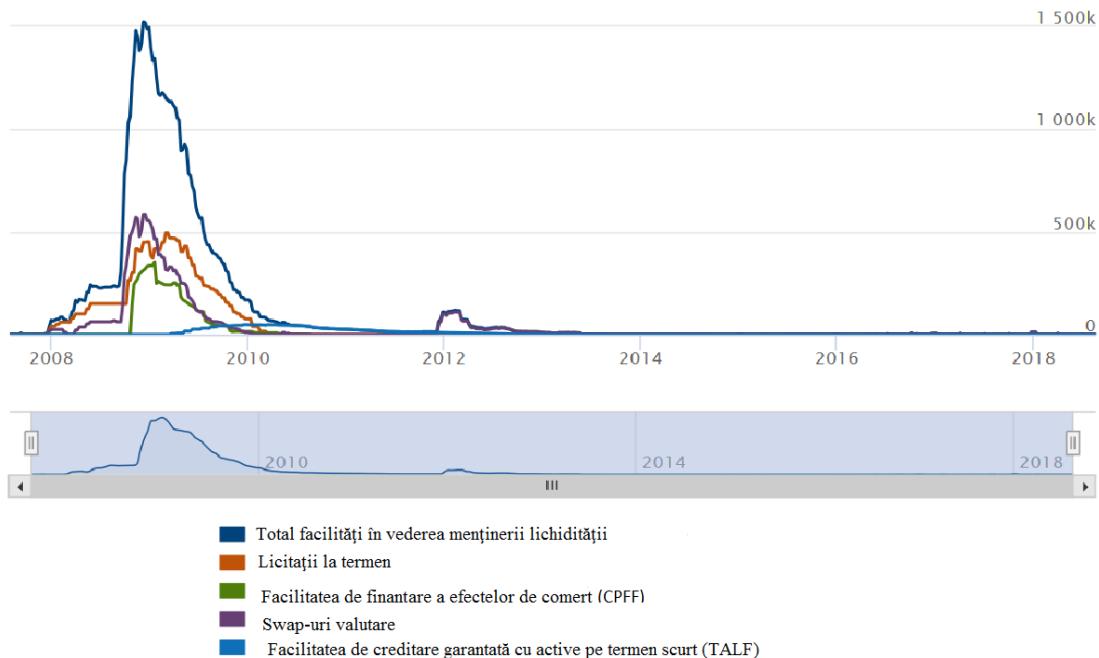
<sup>319</sup> Ibidem

<sup>320</sup> FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>, accesat la 02.05.2018

<sup>321</sup> Sack, B. P., 2010, *FED New York, Reflections on the TALF and the Federal Reserve's Role as Liquidity Provider*, speech, <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/sac100609.html>, accesat la 02.05.2018

<sup>322</sup> FED, 2013, *Policy tools, Maturity Extension Program and Reinvestment Policy*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm>, accesat la 02.05.2018

**Fig.26 Evoluția facilitărilor introduse în vederea menținerii lichidității în perioada 2007-2018**



*Sursă:* prelucrare cu date FED,

[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm) accesat la

26.08.2018

Totalul facilitărilor în vederea menținerii lichidității cuprind: licitațiile la termen (TAF), fondul de lichiditate pentru fonduri mutuale de pe piața monetară cu efecte de comerț garantate cu active (AMLF), linii de swap valutar acordate băncilor centrale (CBLS), facilitatea de finanțare a efectelor de comerț (CPFF), facilitatea de creditare pentru intermediarii principali (PDCF), facilitatea de creditare garantată cu active pe termen scurt (TALF), credit primar, secundar și sezonier.

Așa cum rezultă din graficul de mai sus, acestea au fost introduse în perioada 2008-2009, iar pe măsură ce economia s-a redresat, aceste facilități de creditare au fost retrase. Cu toate că în momentul de față aceste programe de menținere a lichidității nu mai sunt în vigoare, FED continuă să monitorizeze și să întreprindă acțiuni pentru îndeplinirea obiectivelor sale.

A doua jumătate a anului 2009 și anul 2010 s-au caracterizat printr-o îmbunătățire vizibilă a funcționării piețelor financiare. Acest lucru a fost posibil datorită intervenției prompte a FED și a guvernului de a sprijini atât instituțiile financiare cât și gospodăriile, măsurile prezentate mai sus dovedind încă o dată rolul băncii centrale ca furnizor de lichiditate.

Tot mai mulți specialiști sunt de părere că aceste acțiuni au fost imperios necesare pentru a preveni un colaps sistemic al întregului sistem financiar global. Intervențiile FED din timpul crizei au fost concepute pentru a proteja economia americană, protejând în același timp contribuabilul. Sunt de părere că aceste intervenții și-au atins scopul propus și anume de a susține activitatea economică. Trebuie să amintim însă faptul că aceste măsuri au fost luate de FED abea după falimentul Lehman Brothers, a patra bancă de investiții din Statele Unite la momentul declarării falimentului. Aceasta a fost considerat cel mai mare faliment din istoria SUA la momentul respectiv, având în vedere numărul mare de angajați ai companiei (25.000) precum și volumul activelor (639 miliarde USD) și al pasivelor (619 miliarde USD).

Cu toate acestea, nu putem să nu remarcăm faptul că există o discrepanță foarte mare între atitudinea FED față de marile companii și față de populația. Cei mai afectați din această criză au fost oamenii de rând, care și-au pierdut locuințele și locurile de muncă, pe când marile companii de tipul “to big to fail” au fost salvate cu ajutorul FED. Trebuie să luăm în considerare că a fost nevoie în primul rând de o reacție imediată la această criză. Dacă marile companii salvate ar fi fost lăsate să intre în faliment, criza ar fi avut o amploare mult mai mare, iar impactul la nivelul firmelor mici și al gospodăriilor ar fi fost devastator. Datorită capacitatea FED de a susține lichiditatea instituțiilor financiare, s-a evitat un colaps financiar de proporții.

Criza a relevat lacune majore în materie de reglementare. Nu s-a înțeles pe deplin vulnerabilitatea sistemului financiar. Instituțiile financiare critice nu au fost suficient de rezistente pentru a face față unor astfel de șocuri, fără a primi asistență. Astfel de probleme s-au răspândit rapid de la o instituție la alta. Din punct de vedere istoric, instituțiile de depozitare, cum ar fi băncile, au fost cele mai expuse riscului de a suferi șocuri financiare și panici perturbatoare. Pentru a reduce riscul, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a garantat că deponenții își vor primi banii înapoi.

Prin măsurile pe care le-a luat, FED-ul a câștigat credibilitate, deoarece aceste măsuri au vizat îndeplinirea obiectivelor pe termen lung. Așa cum a subliniat Alan Bliner, FED și-a exprimat clar obiectivul de a diminua efectele crizei și de a preveni o nouă criză, iar această credibilitate este data de fapte și nu de vorbe<sup>323</sup>.

## 9. Politicile monetare neconvenționale – Relaxarea cantitativă (QE)

Relaxarea cantitativă (QE) poate să ducă la grave dezechilibre economice. Dacă dobânzile sunt menținute la nivele negative sau foarte joase o perioadă lungă de timp, iar resursele nu sunt alocate corespunzător, băncile centrale nu mai dispun de posibilitatea de a influența rata dobânzii.

Prima care a introdus aceste măsuri de relaxare cantitativă a fost Banca Angliei, fiind urmată ulterior de către FED. Aceste măsuri aveau ca scop extinerea operațiunilor open market și susținerea pieței ipotecare. Astfel FED a devenit mai degrabă „*un cumpărător*” decât un „*creditor de ultimă instanță*”<sup>324</sup>.

FED a aplicat relaxarea cantitativă pe parcursul a trei etape<sup>325</sup>:

- QE1. În perioada decembrie 2008-martie 2010, FED a achiziționat titluri de stat în valoare de 175 miliarde USD. O altă acțiune întreprinsă de FED în această perioadă a fost aceea de a cumpăra obligațiuni ipotecare (**mortgage-backed securities – MBS**) în valoare de 1.25 trilioane USD pentru a încuraja redresarea economică și a ajuta la scăderea ratelor dobânzii pe termen scurt. Indirect, prin acest instrument au fost salvate instituțiile finanțiere cu probleme de lichiditate, prin cumpărarea de către FED a acestor „active rele”. Impactul direct al aceastei acțiuni a fost stabilizarea pieței

---

<sup>323</sup> Blinder, A., 2012, *Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis*, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 229, September.

<sup>324</sup> Oganesyan, G., 2013, *The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, International Institute for Political Economy Working Paper 19.

<sup>325</sup> Williamson, S., 2017, “Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?”, <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/quantitative-easing-how-well-does-this-tool-work> accesat la 04.08.2018

obligațiunilor ipotecare<sup>326</sup>.

- QE2. În perioada noiembrie 2010 - iunie 2011 au fost extinse operațiunile open market prin intermediul Longer-term Securities Purchase Program (LSPP), achiziționând obligațiuni guvernamentale (titluri de trezorerie) pe termen lung în valoare de 600 miliarde USD. Aceste acțiuni au avut ca scop susținerea prețurilor acțiunilor, diminuarea ratelor dobânzilor pe termen scurt precum și menținerea inflației la un nivel optim fără a depăși nivelul stabilit în mandat. Din septembrie 2011 până în decembrie 2012 FED a făcut modificări în structura balanței prin achiziționarea de titluri de terzorerie a căror scadențe erau între 6 și 30 de ani și vânzarea de titluri de trezorerie cu scadențe sub 3 ani.
- QE3. În perioada septembrie 2012 - octombrie 2014 au fost achiziționate MBS-uri în valoare de 40 miliarde USD pe lună și titluri de trezorerie cu scadență îndelungată în valoare de 45 miliarde USD pe lună.

Scopul acestor măsuri a fost de a „inunda” piața cu lichiditate pentru a impulsiona redresarea economiei, rezultatul fiind creșterea volumului balanței de plăti în perioada decembrie 2007 – mai 2017, prin creșterea volumului activelor totale „*de la 882 miliarde dolari până la 4.473 miliarde dolari, ceea ce la nivelul PIB-ului SUA reprezintă o creștere de la 6% în trimestrul IV al anului 2007 la 23,5% în trimestrul I al anului 2017*”<sup>327</sup>. Aceste măsuri adoptate de FED au fost posibile datorită faptului că FED s-a folosit de activele sale pentru a redresa economia. Ce este important de reținut e că aceste măsuri nu au avut ca scop finanțarea guvernamentală.

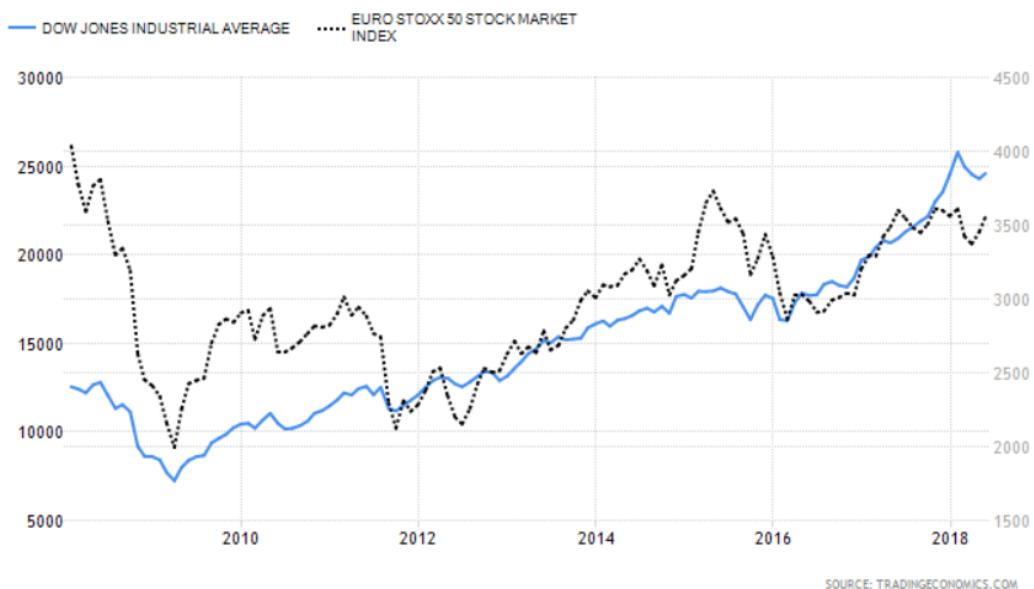
Deși inițial această criză a fost privită ca fiind mai degrabă o problemă a SUA, efectele sale au fost resimțite încă de la început și în Zona Euro aşa cum se poate vedea în graficul de mai jos ce prezintă evoluția indicilor bursieri.

---

<sup>326</sup> Felkreson J., 2011, *\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient*, Levy Institute of Bard College, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf), accesat la 08.05.2018

<sup>327</sup> Williamson, S., 2017, “*Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?*”, <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/quantitative-easing-how-well-does-this-tool-work> accesat la 04.08.2018

**Fig.27 Evoluția indicilor bursieri 2007-2018**



Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,  
<https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market>, accesat la 20.06.2018

Prețurile acțiunilor americane și PIB-ul și-au redobândit nivelul înainte de criză până la sfârșitul anului 2011 în timp ce Zona Euro a ajuns la această etapă abia în anul 2015. Stimularea fiscală a fost mai intens folosită în SUA decât în Zona Euro, lucru care a fost trecut cu vederea pentru o anumită perioadă de timp de către BCE, aceasta punând un accent deosebit pe rezolvarea situației din sistemul bancar. Având în vedere cele analizate până acum putem spune că măsurile de politică monetară întreprinse de FED au fost mult mai agresive decât cele aplicate de BCE.

### 5.2.3. TRANSPARENȚĂ FED

Importanța transparenței cu privire la politicile monetare și stabilitatea financiară a fost înțeleasă și recunoscută de FED, cu atât mai mult cu cât FED a fost nevoită să adopte măsuri fără precedent în perioada crizei din 2007-2009. Publicul, agenții finanziari dar și instituțiile de supraveghere și cele de reglementare se așteaptă la o transparență sporită din partea băncii centrale, ducând la o “*supraveghere și o reglementare mai eficientă*”<sup>328</sup>.

---

<sup>328</sup> Powell, J., 2018, “*Financial Stability and Central Bank Transparency*”, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180525a.htm> accesat la 05.08.2018

La capitolul transparentă, FED a făcut progrese semnificative de la declanșarea crizei, fiind totodată deschisă la noi modalități prin intermediul cărora să sporească transparenta. După fiecare reuniune, FOMC emite o declarație care stabilește intervalul țintă pentru rata fondurilor federale și explică decizia de politică monetară. De patru ori pe an președintele susține o conferință de presă în care explică deciziile luate iar FOMC emite proiecții economice pentru următoarea perioadă care oferă previzuni ale participanților FOMC pentru variabilele economice cheie și rata fondurilor federale în următorii câțiva ani.

În plus, participanții FOMC susțin numeroase discursuri care să explice opiniile lor cu privire la politica monetară. Președintele transmite în mod regulat mesaje cu privire la politica monetară și la alte activități ale Rezervei Federale, în fața Congresului. William C. Dudley, președinte executiv al Federeal Reserve Bank of New York, este de părere că această atitudine spre o mai mare transparentă “*a dus FED-ul spre direcția cea bună*”<sup>329</sup>.

În lucrarea sa, “*The Courage to Act*”, Ben Bernanke mărturisește: “*Am venit la FED ca un avocat al transparenței, mai ales pentru că am crezut că ar face politică monetară mai eficientă dacă piețele și publicul ar înțelege gândirea noastră*”<sup>330</sup>.

Jerome H. Powell consideră că testelete de stres sunt un instrument care conduce la o mai bună transparentă, deoarece prin publicarea opiniei asupra rezultatelor testelor de stres, companiile ajung să înțeleagă și să conștientizeze riscurile cu care se confruntă putând lua măsuri din timp.

Trezoreria, FED și alte agenții federale au privit criza din mai multe unghiuri abordând-o diferit, în aşa fel încât să ajute companiile și gospodăriile să depășească această perioadă. Au fost întreprinse programe speciale pentru companiile mici, pentru a le ajuta să obțină credite, cu scopul de a menține productivitatea și de a crea noi locuri de muncă, crescând astfel gradul de ocupare al forței de muncă.

---

<sup>329</sup> Dudley, William C., 2016, *The Role of the Federal Reserve—Lessons from Financial Crises*, FED New York speech, <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2016/dud160331>, accesat la 08.05.2018

<sup>330</sup> Bernanke, B., 2015, *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, Norton, p.410

Piața auto a fost de asemenea revigorată prin intermediul unor programe speciale. Piețele financiare și piața creditului au primit ajutor pentru a menține funcționale companiile care se ocupă cu intermedierea creditelor și depozitelor. Piața imobiliară a fost și ea revigorată prin ajutorul acordat giganților Fannie Mae și Freddie Mac dar și prin intermediul unor programe care au vizat direct piața imobiliară și a creditului.

Răspunsul FED la criză a ajutat la relansarea creșterii economice prin relansarea creditării, care la rândul ei a ajutat la relansarea pieței auto, a pieței imobiliare și a construcțiilor dar și a altor piețe deoarece costul creditului a scăzut, iar condițiile de creditare au devenit mai accesibile atât pentru compaii cât și pentru indivizi.

Eforturile FED au ajutat la menținerea unei dobânci scăzute la creditele ipotecare, pentru ca populația să-și poată achita creditele. Începând cu anul 2009, programele speciale implementate pentru acest sector au ajutat milioane de persoane care au contractat credite ipotecare să-și păstreze locuințele.

Conform estimărilor Trezoreriei SUA, salvarea pieței auto a costat aproximativ 22 miliarde USD, dar a ajutat la menținere a peste un milion de locuri de muncă și la angajarea altor 230.000 de persoane, iar costul falimentării industriei auto ar fi fost net superior<sup>331</sup>.

Reacția promptă a FED a reușit să restabilească ordinea, în ciuda dimensiunii acestei crize economice. “SUA are cel mai puțin concentrat și cel mai mic sistem bancar dintre economiile mari<sup>332</sup>, raportat la dimensiunea economiei”<sup>333</sup>. Această afirmație se referă

---

<sup>331</sup>US Department of Treasury, 2012, [https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413\\_FinancialCrisisResponse.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413_FinancialCrisisResponse.pdf), p7, accesat la 03.05.2018

<sup>332</sup> Dimensiunea economie este calculată cu ajutorul indicelui Elcano Global Presence Index, care în componența sa ia în considerare: variabile economice (indicatori care să reflecte fluxurile exporturilor de: energie, bunuri primare, producție, servicii, investiții), variabile militare (echipamentele militare și dimensiunea trupelor), PIB-ul, numărul de locuitori, migrația, turismul, sporturile, cultura, tehnologia, știința, educația, cooperarea. Conform Elcano Global Presence Report 2018 (Real Instituto Elcano), care face aceste măsurători, SUA se menține în fruntea clasamentului înregistrând în anul 2017 o prezență globală de 2.494 puncte, urmată la o mare distanță de China cu 841 puncte, Regatul Unit cu 637 puncte, Germania cu 619 puncte și Franța cu 532 puncte. Acest raport este disponibil la <http://www.globalpresence.realinstitutoelcano.org/media/1e7032b57492e684fa6a51dbef72ef9f.pdf> (accesat la 18.07.2018).

<sup>333</sup> U.S. Department Of The Treasury, 2012, *The Financial Crisis Response In Charts*, p.15, [https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413\\_FinancialCrisisResponse.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413_FinancialCrisisResponse.pdf), accesat la 18.07.2018

la sistemul bancar oficial (clasic), coordonat de FED. Băncile au devenit mai conștiente că nu trebuie să-și bazeze finanțările pe resurse pe termen scurt și au început să ia măsuri în vederea creșterii capitalurilor proprii.

În cele ce urmează vom încerca să evidențiem câteva dintre învățămintele trase de FED din crizele economice prin care a trecut. Marea Criză Economică a evidențiat faptul că existența unui creditor de ultimă instanță nu este suficientă pentru prevenirea falimentelor.

O altă lecție importantă a fost aceea că politica monetară este mai eficientă dacă ar fi coordonată la nivel național, și nu efectuată în mod individual de către Rezerva Federală. În vederea implementării acestei lecții, Consiliul Rezervei Federale a fost înlocuit cu Consiliul Superior al Sistemului Federal de Rezervă, înființându-se astfel Federal Open Market Committee (FOMC). Toate acestea au avut ca scop final supravegherea conduitei politicii monetare.

Criza declanșată în 2007 a evidențiat faptul că vulnerabilitățile sistemului financiar nu au fost înțelese pe deplin. Instituțiile financiare nu au făcut față aşa cum ne-am fi așteptat șocurilor economice. Răspunsul FED nu a întârziat să apară, făcând modificări în ceea ce privește supravegherea și reglementarea instituțiilor financiare. Au fost introduse teste de stres mai aspre, au crescut cerințele de capital și de lichiditate, a fost creat Large Institution Supervision Coordination Committee (LISCC) pentru ca marile firme să fie evaluate atât colectiv, cât și în comparație cu celelalte.

S-a ajuns la concluzia că transparența este foarte importantă, în special în ceea ce privește menținerea încrederii populației în Banca Federală de Rezerve, făcându-se îmbunătățiri semnificative din acest punct de vedere.

### **5.3. SISTEMUL BANCAR PARALEL - SHADOW BANKING SYSTEM**

Termenul de sistem bancar paralel sau “shadow banking” a apărut pe parcursul crizei financiare pe care o analizăm, acest termen fiind utilizat mai întai în SUA. Această criză a scos la iveală existența unui nou sistem de finanțare paralel cu sistemul bancar tradițional reglementat și care se referă în special la activități de intermediere financiară

care nu se desfășoară în cadrul sistemului bancar clasic. Au apărut probleme și la nivel legislativ deoarece pe piețele financiare au apărut produse financiare noi, inovative, complexe, nereglementate suficient sau aproape deloc. Prin intermediul “sistemului din umbră” se crează noi surse de finanțare, oferind o alternativă depozitelor bancare, însă poate prezenta și riscuri, nefiind suficient reglementat. Supravegherea acestui sistem paralel este în sarcina Consiliul pentru stabilitate financiară (FSB).

Conform FSB, termenul “shadow banking” poate fi definit ca ”*intermedierea creditelor care implică entități sau activități în afara sistemului bancar tradițional*”<sup>334</sup>. FSB dă și o altă definiție în sens restrâns: ”*un sistem de intermediere a creditelor care implică entități și activități în afara sistemului bancar reglementat și ridică preocupări cu privire la riscul sistemic, în special în ceea ce privește modificarea maturității și lichidității, și transferul defectuos al riscului de credit și preocupări privind reglementarea arbitrajului*”<sup>335</sup>.

Acesta se bazează pe doi piloni:

- entități din afara sistemului bancar tradițional care se ocupă cu transferul riscului de creditare și utilizează efectul de levier;
- activități care au ca scop finanțarea entităților non-bancare prin intermediul unor tranzacții precum repo, securitizări<sup>336</sup>.

Comitetul Economic și Social European specifică următoarele: ”*sunt multe moduri în care sistemele paralele copiază băncile tradiționale, iar unele sisteme paralele fac parte din băncile tradiționale*”<sup>337</sup>.

Dacă ar fi să facem o comparație între sistemul bancar tradițional și cel paralel, am putea spune că cel tradițional se bazează în special pe credite și depozite, pe când cel paralel se axează pe tranzacții și titluri de valoare.

---

<sup>334</sup> FSB, 2018, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, p.1, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>, accesat la 13.06.2018

<sup>335</sup> Ibidem, p.1

<sup>336</sup> Comisia Europeană, 2012, *Carte Verde Sistemul bancar paralel*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_ro.pdf), accesat la 13.06.2018

<sup>337</sup> European Economic and Social Committee, 2012, Green Paper, ‘Shadow banking’, INT/643 <https://www.eesc.europa.eu/en/our-work/opinions-information-reports/opinions/shadow-banking> accesat la 28.07.2019

În ultimele decenii, s-a dezvoltat un “sistem bancar din umbra”, care a implicat o varietate de companii financiare și companii de valori mobiliare. Sistemul a reprodus caracteristicile de bază ale sistemului bancar clasic, inclusiv finanțarea împrumuturilor pe termen lung și titluri de valoare care utilizează pasivele pe termen scurt, care se presupune a fi foarte lichide și în condiții de siguranță. În contextul crizei, sistemul bancar paralel, mai puțin reglementat, a devenit vulnerabil la panicile financiare, dovedindu-se a fi o sursă majoră de perturbare a creditului pe piață.

### **5.3.1. STRUCTURA SISTEMULUI BANCAR PARALEL**

Sistemul bancar paralel se ocupă cu intermedierea creditului, dar spre deosebire de sistemul tradițional această intermediere se realizează în diferite stadii, printr-un lanț de intermediari și nu “*sub același acoperiș*”<sup>338</sup>. Această intermediere se poate realiza fie prin intermediul băncilor fie prin alte tipuri de intermediari.

Criza financiară ne-a dovedit o importantă interconectivitate între sistemul tradițional și cel paralel, interconectivitate ce poate genera instabilitatea financiară, cum am și văzut că s-a întâmplat. În cele ce urmează vom prezenta structura sistemului bancar din umbră.

**Tabel nr.14 Structura sistemului bancar din umbră**

	Fonduri/Bănci de investiții	Alți intermediari financiari
Fonduri de piață monetară	Fonduri deschise de investiții: - fonduri de capital - fonduri de obligațiuni - fonduri de acoperire (hedge) - fonduri mixte - fonduri diverse	Alți intermediari financiari în sens restrâns: - vehiculele investiționale speciale - alte vehicule cu scop special (SPV)
	Fonduri închise de investiții	Societăți financiare sau de valori mobiliare care se ocupă

<sup>338</sup> Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. & Boesky, H., 2010, ‘Shadow Banking’, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n°458, [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr458.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf), accesat la 16.06.2018

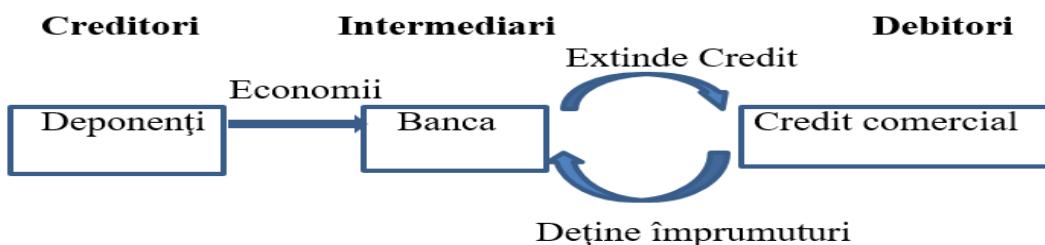
		cu acordarea de credite, slab reglementate sau chiar fără a fi reglementate
--	--	---

Sursă: prelucrare autor cu date de la Comisia Europeană și Bundesbank <sup>339</sup>

Conform estimărilor FSB, dimensiunea acestui sistem în 2010, la nivel mondial era de 46.000 miliarde euro, volum ce reprezintă aproximativ 30% din totalul sistemului finanțier. Sistemul bancar paralel este cel mai reprezentativ în SUA, unde ponderea lui este de aproximativ 30%-40%<sup>340</sup>. Acesta s-a dezvoltat în special datorită inovației financiare, fiind posibilă și datorită slabei reglementări din această zonă. Referitor la volumul activelor, Engelbert Stockhammer menționează că ”sistemul bancar din umbra” a ajuns la același nivel cu sistemul bancar clasic<sup>341</sup>.

Figura de mai jos prezintă o paralelă între sistemul bancar din umbră și sistemul bancar oficial, sistemul bancar paralel fiind exemplificat prin tranzacția repo.

**Fig.28 Sistemul bancar tradițional**



Sursă: prelucrare autor, după date CRS<sup>342</sup>

<sup>339</sup>

[https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/finanzstabilitätsbericht\\_2015\\_1\\_4.html;jsessionid=0000JFkzm-oyVQcJIzAkI8fSn0I:-1?notFirst=true&docId=354038#chap](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/finanzstabilitätsbericht_2015_1_4.html;jsessionid=0000JFkzm-oyVQcJIzAkI8fSn0I:-1?notFirst=true&docId=354038#chap)

<sup>340</sup> Comisia Europeană, 2012, *Carte Verde Sistemul bancar paralel*,

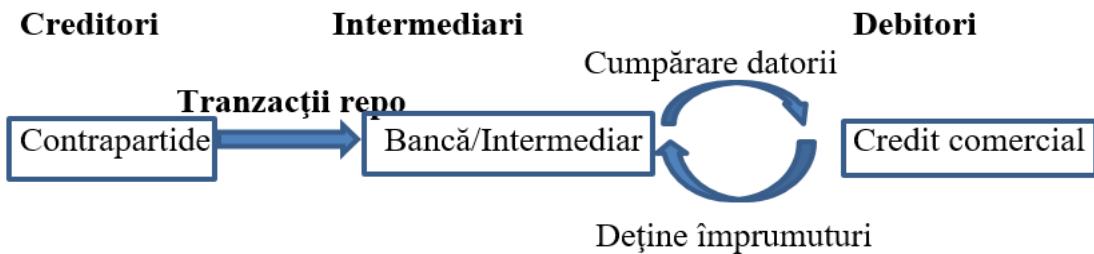
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_ro.pdf), accesat la 13.06.2018

<sup>341</sup> Stockhammer, E., 2010, *Financialization and the Global Economy*, University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 240, p.7,

<http://content.csbs.utah.edu/~mli/Economics%207004/Stockhammer-WP240.pdf> accesat la 14.06.2018

<sup>342</sup> Murphy, E. V., 2013, *Shadow Banking: Background and Policy Issues*, Congressional Research Service, p.4

**Fig.29 Sistemul bancar paralel - exemplificare prin tranzacții Repo**



Sursă: prelucrare autor, după date CRS<sup>343</sup>

Așa cum este ilustrat în figurile de mai sus prin intermediul sistemului bancar clasic, băncile preiau economiile deponenților pentru o perioadă de timp, determinată printr-un contract, în schimbul cărora le vor acorda o dobândă. Acești bani vor fi utilizați ulterior în procesul de creditare, prin intermediul cărora vor acorda împrumuturi.

Printre instrumentele cele mai utilizate de sistemul paralel sunt contractele repo și împrumuturile în valori mobiliare. Acestea generează o creștere rapidă a efectului de levier. Trebuie acordată o importanță deosebită calității garanților și reutilizării acestora pentru a garanta alte împrumuturi, precum și creșterii transparenței. Unele instituții folosesc aceste tipuri de tranzacții pentru a obține lichiditate.

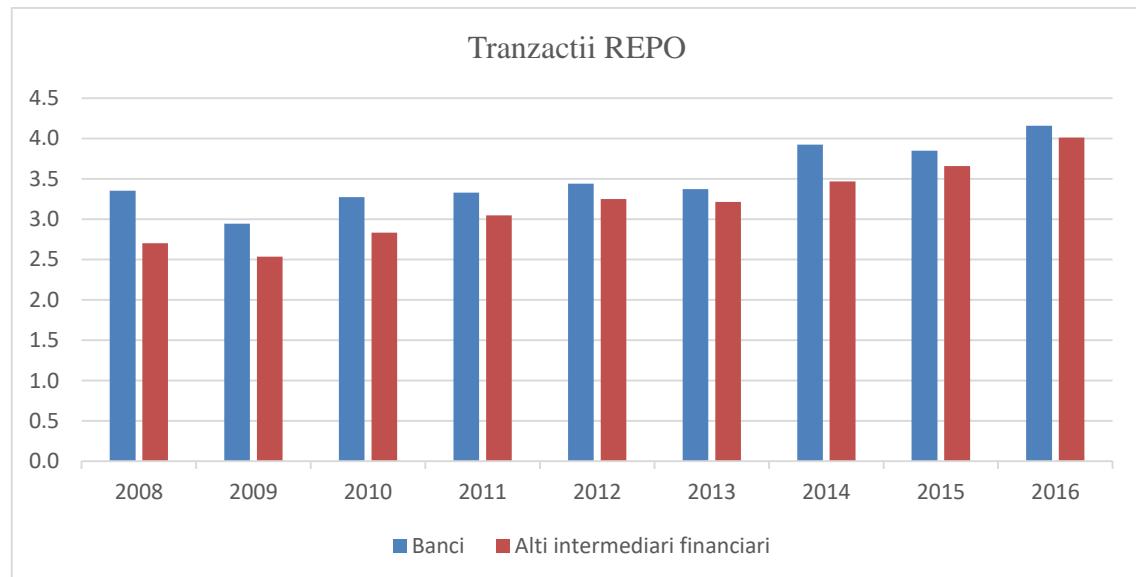
Pentru a obține lichiditate, o entitate poate să vândă o garanție pe care o va răscumpăra ulterior, plătind o anumită dobândă, prin intermediul unei tranzacții repo. Așa cum reiese din figura de mai sus, dacă banca se împrumută prin intermediul acestor tipuri de tranzacții, pentru a-și finanța activitatea, fluxul este unul similar cu cel prezentat mai sus în sistemul bancar tradițional. Diferența față de sistemul bancar clasic constă în modul în care sunt obținute fondurile de către intermediari.

Prin intermediul unei tranzacții repo, o contrapartidă îi vinde alteia un activ, ce va fi răscumpărat ulterior, la o dată stabilită în contract, cu o sumă de bani mai mare. Diferența de preț poate fi considerată ca fiind dobânda achitată în cazul unui credit, iar activul poate fi considerat echivalentul unui împrumut. Există situații în care un

<sup>343</sup> Ibidem

intermediar (bănci sau alte instituții) se ocupă de aceste tranzacții, însă nu este obligatoriu.

**Fig.30 Evoluția tranzacțiilor REPO la nivel global în perioada 2008-2016**



Sursă: prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/>  
[Underlying data for exhibits](#) accesat la 16.06.2018

Așa cum este prezentat în figura de mai sus, observăm ca tranzacțiile repo realizate prin intermediul altor intermediari finanziari sunt la un nivel destul de apropiat de cele intermediate prin sistemul bancar.

Începând cu anul 2002, volumul total al activelor globale aferente societăților financiare au înregistrat o creștere, ajungând la sfârșitul anului 2016 la aproximativ 340 trilioane USD aşa cum reiese din tabelul de mai jos.

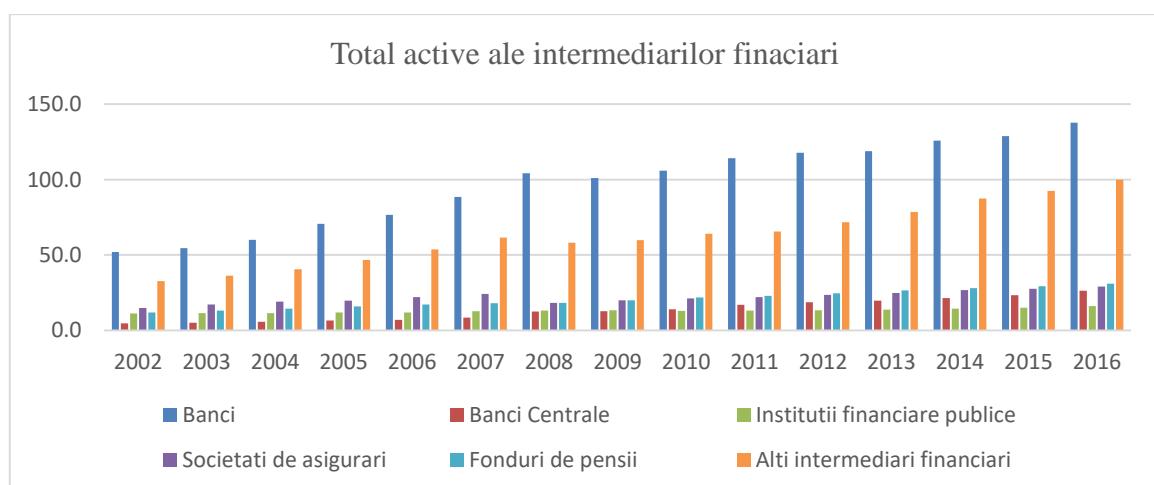
**Tabel nr.15 Total active la nivelul sistemului financiar global în anul 2016,  
conform ultimului raport FSB**

2016	Total active în sistemul financiar la nivel global	Bănci centrale	Bănci	Instituții publice	Societăți de asigurări	Fonduri de pensii	Alți intermediari financiari
Marimea în mld USD	339.9	26.2	137.8	16	291	31	99.2
Pondera total-globală %	100	7.7	40.5	4.7	8.6	9.1	29.2
Creștere 2016 %	7.5	12.3	6.9	6.3	5.9	6.4	8
Creștere 2011-2015	5.6	8.3	3.1	3.7	5.8	6.3	9

*Sursă: FSB, FSB, 2018, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, p.11,*

<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>, accesat la 13.06.2018

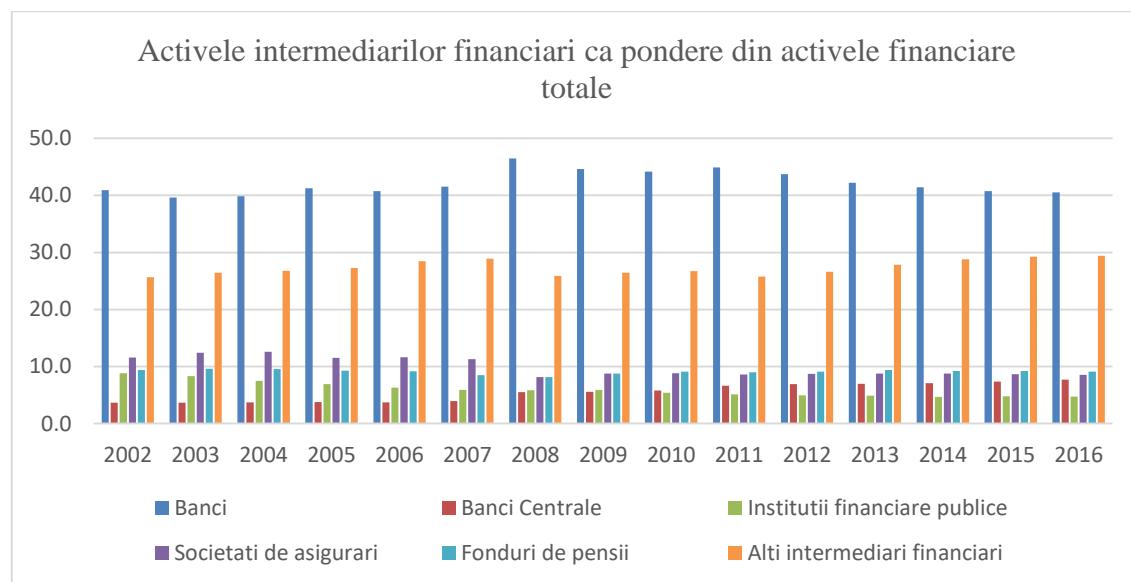
**Fig.31 Evoluția activelor la nivelul sistemului financiar global în perioada 2002-2016**



*Sursă:* prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, [http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying data for exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying-data-for-exhibits) accesat la 16.06.2018

Așa cum reiese din figura de mai sus, clasele de active care au crescut cel mai rapid au cuprins alți intermediari financiari. Observăm ca activele bancare sunt predominante, urmate de cele ale altor intermediari financiari. În anul 2016 s-a înregistrat o creștere a activelor în special la nivelul băncilor comerciale și al băncilor centrale.

**Fig.32 Activele intermediarilor financiari ca pondere din activele financiare totale 2002-2016**

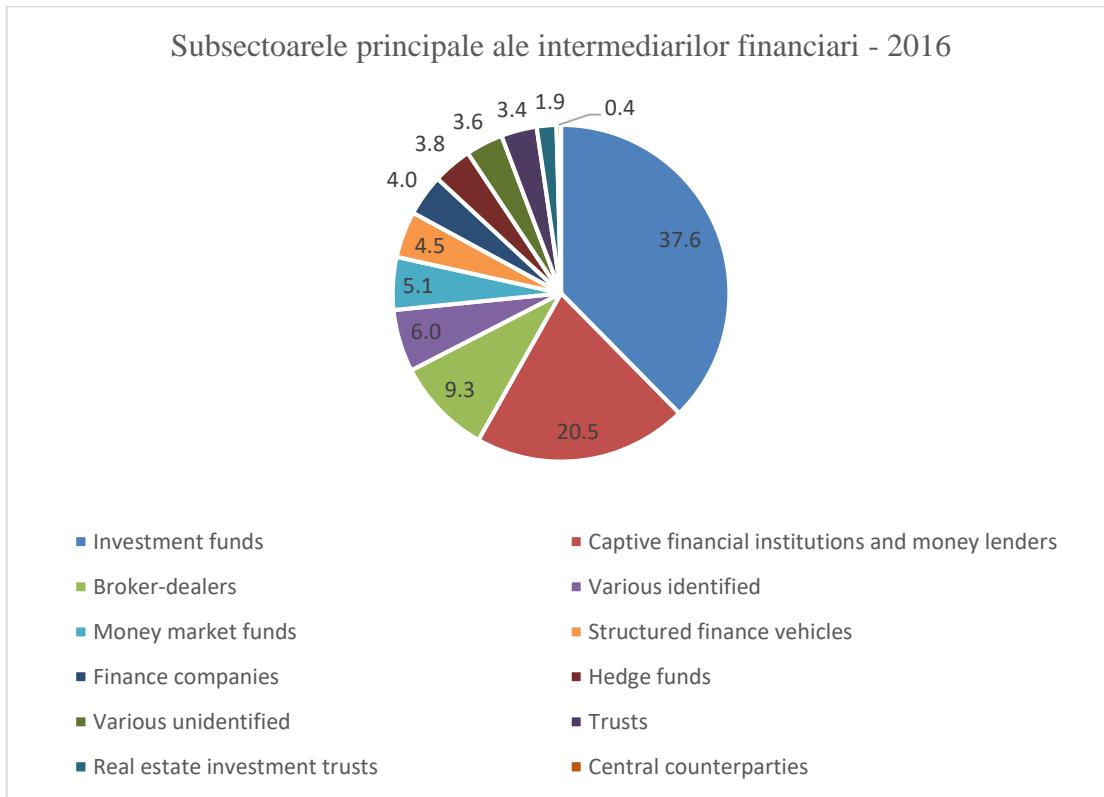


*Sursă:* prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, [http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying data for exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying-data-for-exhibits) accesat la 16.06.2018

În figura de mai jos putem observa structura principalelor subsectoare ale intermedierei financiare. Observăm că cea mai mare pondere o au fondurile de investiții, urmate de brokeri și fondurile money market. Din sectorul fondurilor de investiții, aproximativ 51%, reprezintă fonduri de capital, 27% sunt fonduri cu venit fix, iar restul de 22% sunt fonduri mixte, toate înregistrând creștere în anul 2016 (anul de referință)<sup>344</sup>.

<sup>344</sup> FSB, 2018, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, p.22, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>, accesat la 13.06.2018

**Fig.33 Subsectoarele intermedierilor financiare – 2016**



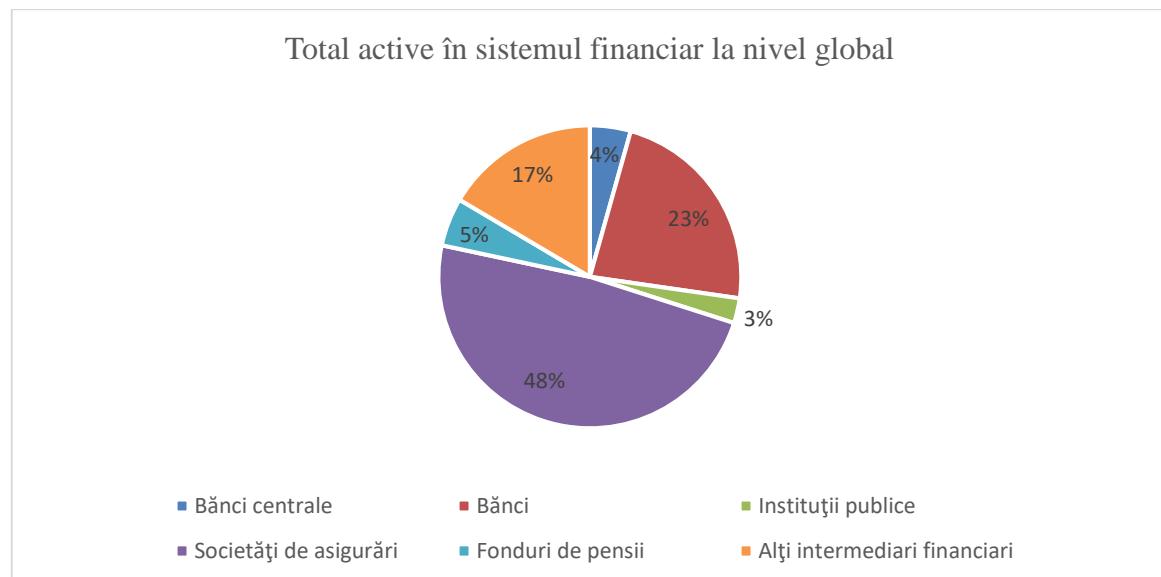
*Sursă:* prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, [http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying data for exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/Underlying%20data%20for%20exhibits) accesat la 16.06.2018

Dorința de a obține un profit cât mai mare, cu o investiție minimă a dus la apariția produselor derivate, care s-au răspândit rapid pe piețele financiare, datorită complexității lor. Acestea au fost utilizate atât în scop speculativ, dar și pentru protecție împotriva riscului. După activele care stau la baza lor, produsele derivate pot fi clasificate în: derivate pe indici bursieri, derivate pe rate ale dobânzii, derivate pe titluri de credit, derivate pe prețul mărfurilor, derivate pe condițiile meteorologice. Acestea pot fi tranzacționate și în afara pieței, "over the counter".

Securitizarea reprezintă o altă modalitate de creștere a sistemului bancar paralel. Securitizarea poate fi definită ca un proces prin intermediul căruia un activ sau un grup de active nelichide sunt schimbată în titluri de valoare ce pot fi tranzacționate. Acestea sunt instrumente prin intermediul cărora diferite tipuri de active sunt revândute ulterior

pe piața secundară sub forma unor instrumente financiare care generează lichiditate. Un exemplu al utilizării acestui instrument poate fi reprezentat de creditele ipotecare subprime. „*Instituțiile care au acordat creditele ipotecare puteau vinde ipotecile unor terți, care le împachetau, iar titlurile nou create erau revândute clienților- proces numit securitizare*”<sup>345</sup>. Creditele ipotecare erau grupate într-un “pool”, urmând ca acesta să fie împărțit în mai multe tranșe (de exemplu MBS-uri sau CDO-uri) cu diferite grade de risc. Noile instrumente create puteau fi tranzacționate, transferându-se astfel riscul spre cumpărătorii acestor titluri care nu cunoșteau calitatea portofoliului.

**Fig.34 Total active la nivelul sistemului finanțier global în anul 2016**



Sursă: prelucrare autor cu date FSB, [http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/\\_Underlying\\_data\\_for\\_exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/_Underlying_data_for_exhibits) accesat la 16.06.2018

Pe piața securitizărilor cele mai tranzacționate instrumentele finanțare sunt:

- Mortgage-Backed Securities (titluri garantate cu ipoteca – denumite și MBS);
- Asset-Backed Securities (titluri garantate cu active), precum credite pentru nevoi personale (achiziție mașini, studii, linii de credit pentru firme, carduri de credit);

<sup>345</sup> Bernanke, B., 2015, *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, Norton, p.94, <http://oceanofpdf.com/pdf-ebook-the-courage-to-act-a-memoir-of-a-crisis-and-its-aftermath-download/>, accesat la 17.07.2018

- Collateralized Debt Obligations denumite și CDO-uri (obligațiuni garantate cu creanțe);
- CDS-uri, Credit Default Swap<sup>346</sup>;
- alte derivative. CDO-urile și MBS-urile sunt emise printr-o instituție specializată ce poartă denumirea de Special Purpose Vehicle sau SPV.

Securitizările au înregistrat o creștere rapidă în special datorită agențiilor de rating care au oferit raitinguri maxime la creditele securitizate pe termen lung. Până la izbunctirea crizei, produse finaciare precum: CDS, CDO, ABS și MBS au fost cotate cu rating AAA<sup>347</sup>. După declanșarea crizei s-a stabilit că majoritatea acestor produse aveau la bază active al căror raiting era în realitate mult sub AAA, ceea ce a dus la prăbușirea pieței, motiv pentru care agențiile de rating au început să revizuiască cotațiile unui număr foarte mare de titluri atât din SUA cât și din Uniunea Europeană.

### **5.3.2. REGLEMENTAREA SISTEMULUI BANCAR PARALEL**

Federal Reserve a făcut schimbări semnificative în modul de reglementare și supraveghere al instituțiilor financiare. Cerințele de capital și de lichiditate au fost întărite, iar băncile au fost supuse la teste anuale de criză. Prin adoptarea legii Dodd-Frank din 2010, s-a dorit să se eliminate lacunele în materie de reglementare. În baza acestei legi a fost creat un Consiliu de Supraveghere pentru Stabilitate Financiară, pentru a supraveghea riscurile generale ce pot apărea în sistemul finanțier și în economie.

Legea Dodd-Frank a abordat și problema instituțiilor financiare mari, care au devenit “too big to fail”<sup>348</sup>. Titlul II din Legea Dodd-Frank a stabilit un proces, pentru a se

---

<sup>346</sup> ECB, 2009, *OTC Derivatives and Post-Trading Infrastructures*, European Central Bank, Eurosystem p.9, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/overthecounterderivatives200909en.pdf>, accesat la 14.06.2018

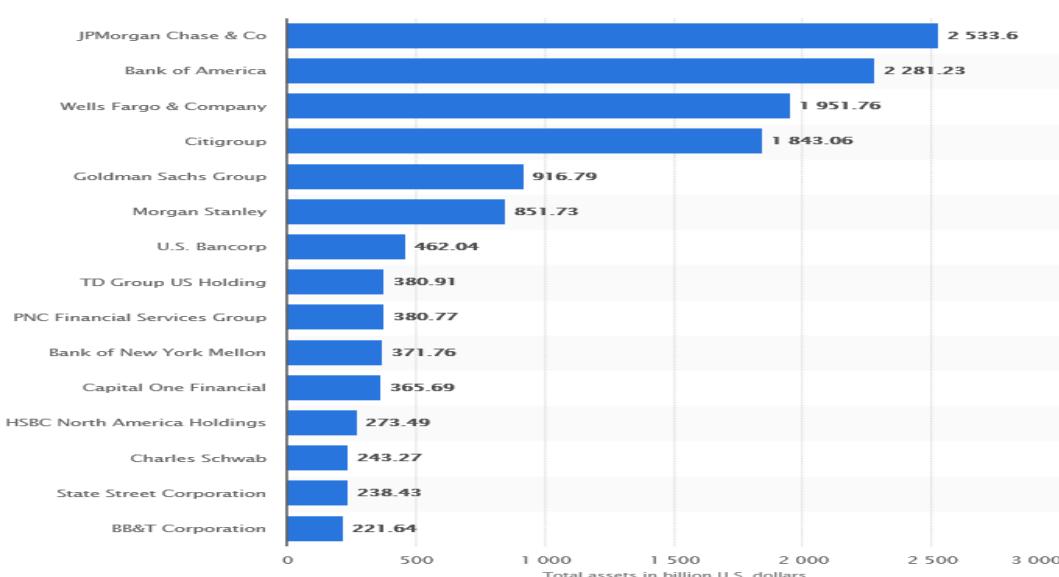
<sup>347</sup> FMI, 2009, *Global Financial Stability Report*, Navigation the Financial Challenges Ahead, <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2009-Navigating-the-Financial-Challenges-Ahead-22584>, accesat la 14.06.2018

<sup>348</sup> Ben Bernanke explica termenul “too big to fail” folosit pentru a cataloga o companie/bancă ca fiind “o firmă prea mare pentru a da faliment este una a cărei mărime, complexitate, interconectare și funcții critice sunt de așa natură încât, în cazul în care firma merge în mod neașteptat în lichidare, restul sistemului finanțier și al economiei se vor confrunta cu consecințe nefaste”. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm> accesat la 19.07.2018

asigura că orice companie financiară ar putea fi adusă la “linia de plutire” fără a pune în pericol viabilitatea sistemului financiar și fără a risca banii contribuabililor<sup>349</sup>.

În graficul de mai jos este prezentată o situație a celor mai mari bănci din SUA, situație raportată la dimensiunea activelor din decembrie 2017 (în miliarde dolari). JP Morgan Chase, Bank of America, Wells Fargo continuă să fie în topul celor mai mari bănci din Statele Unite.

**Fig.35 Situația celor mai mari bănci din SUA - decembrie 2017**



Sursă: <https://www.statista.com/statistics/250005/largest-banks-in-the-united-states-by-total-assets/>, accesat la 19.07.2018

Intermediarii financiari, desemnați de Financial Stability Oversight Council ca fiind de importanță sistemică au fost supuși unor standarde prudentiale mai stricte și o supraveghere sporită din partea FED. Intenția din spatele acestor măsuri a fost aceea de a reduce probabilitatea intrării în faliment a unei societăți financiare mari, pentru a nu genera un colaps financiar.

<sup>349</sup>US Congress, 2010, “H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>, accesat la 14.04.2016

O altă măsură a fost crearea Large Institution Supervision Coordination Committee (LISCC), pentru a permite ca marile firme să fie evaluate atât colectiv, dar și în relație unele față de altele.

Având în vedere că în cadrul actualelor reuniuni FOMC există atât informări periodice cât și discuții privind stabilitatea financiară, sunt de părere că în momentul de față, stabilitatea financiară primește atenția cuvenită.

La nivel european, s-a încercat o reglementare indirectă a sistemului bancar paralel prin modificările aduse cerințelor de capital. Astfel, prin modificările aduse CRD II<sup>350</sup> inițiatorii de active securizate sunt obligați să rețină o parte dintre riscuri. Conform CRD III băncile trebuie să dețină un capital propriu mai mare, dacă doresc să investească în resecuritizări<sup>351</sup>, iar CRD IV a impus introducerea unor cerințe explicate de lichiditate pentru orice produse care pot afecta reputația băncii.

Pentru a îmbunătății transferul de active financiare, în 2011 au fost actualizate și Standardele de raportare financiară IFRS, iar pentru a supravegea activitatea firmelor de investiții a fost introdusă Directiva privind piețele financiare (MiFID). În ceea ce privește măsurile directe, au fost introduse directive pentru administrarea fondurilor de investiții alternative, iar agențiile de raiting sunt mai atent monitorizate<sup>352</sup>.

Este important ca acest nou sector să fie reglementat deoarece el este în strânsă legătură cu sectorul bancar. Dacă sistemul paralel nu este monitorizat corespunzător s-ar putea să ajungem să ne confruntăm cu situația în care fonduri importante vor fi transferate spre sectorul paralel tocmai datorită slabiei supravegheri și reglementării a acestuia.

---

<sup>350</sup> Directiva privind cerințele de capital

<sup>351</sup> Conform BIS, “o expunere resecuritizată este o expunere securitizată în care riscul asociat activelor care stau la baza “pool-ului” (găleții) este trunchiat și cel puțin unul dintre activele de bază aferente expunerii este securitizare”. Basel Committee

on Banking Supervision, Basel III Document Revisions to the securitisation framework, 2014, p.7,  
<https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>, accesat la 18.07.2018

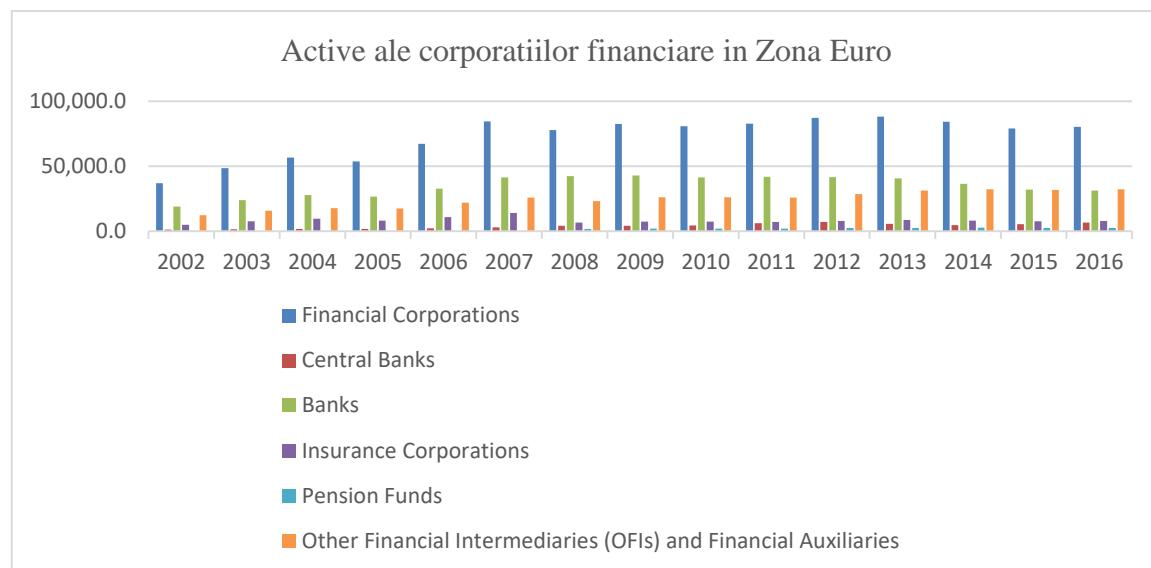
<sup>352</sup> Comisia Europeană, 2012, *Carte Verde Sistemul bancar paralel*, pp. 11-12

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_ro.pdf), accesat la 13.06.2018

### 5.3.3 SISTEMUL BANCAR PARALEL ÎN SUA VERSUS ZONA EURO

Sistemul bancar paralel este foarte diferit în SUA față de Zona Euro. În ceea ce privește volumul acestuia, la sfârșitul anului 2011, sistemul bancar paralel din SUA reprezenta 53% din întregul sistem bancar total. În Zona Euro, băncile au continuat să fie cei mai importanți intermediari finaciari, motiv pentru care sistemul bancar din umbră se situa în anul 2011 la 28% din total sistem bancar oficial, clasic și paralel<sup>353</sup>. Graficele de mai jos prezintă evoluția activelor financiare din perioada 2002-2016, în Zona Euro și SUA.

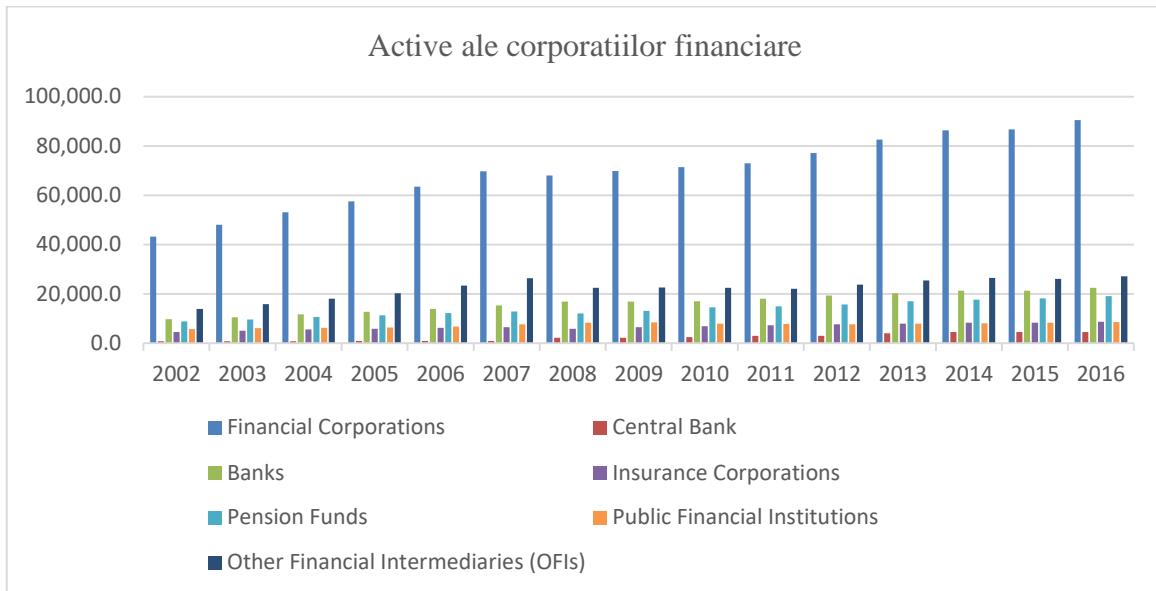
**Fig.36 Evoluția activelor corporațiilor financiare din Zona Euro (2002-2016)**



Sursă: prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/> Underlying data for exhibits accesat la 16.06.2018

<sup>353</sup> ECB, 2012, *Shadow banking in the euro area an overview*, Occasional Paper Series No 133, p.20, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf?cdca45e1b041f4dd4c6a42173558be88>, accesat la 18.07.2018

**Fig.37 Evoluția activelor corporațiilor financiare din SUA (2002-2016)**

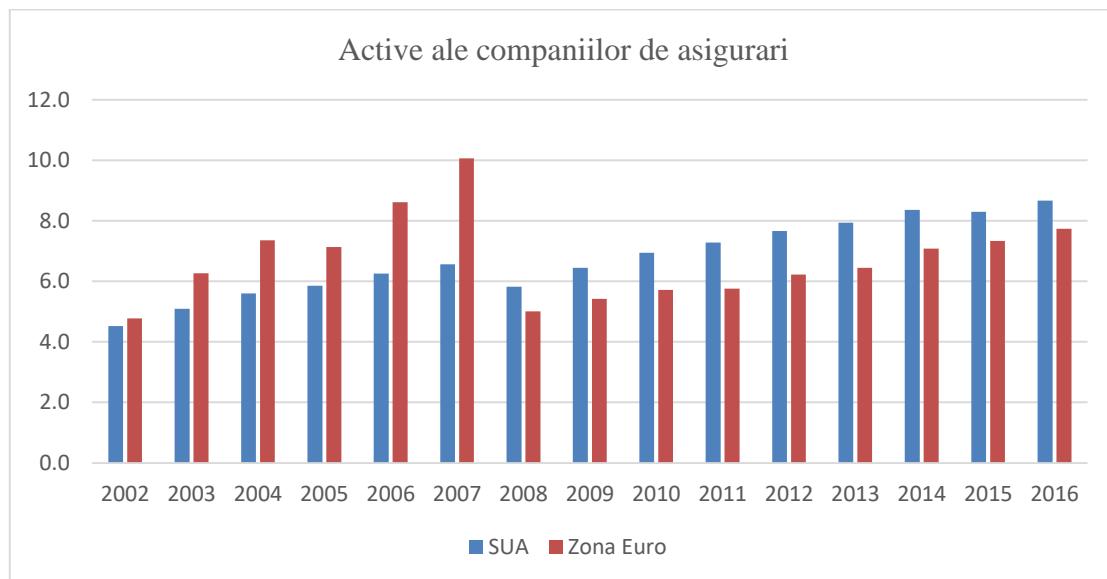


Sursă: prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/> Underlying data for exhibits accesat la 16.06.2018

Zona Euro, SUA și Marea Britanie reprezintă cea mai mare parte a industriei bancare paralele în plan global, care deținea circa 80% din activele din aceasta categorie în anul 2013 așa cum reiese din raportul FSB. Așa cum rezultă din graficele de mai sus, activele corporațiilor financiare au ponderea cea mai mare în sectorul finanțier, atât în SUA, cât și în Zona Euro. Observăm o creștere progresivă a acestora în ambele regiuni. Graficele demonstrează și faptul că sectorul bancar este mai predominant în Zona Euro, pe când în SUA volumul activelor altor intermediari finanțieri au o pondere mai mare decât cea a băncilor.

Fondurile de pensii și societățile de asigurări au și ele un rol important în piața finanțieră. Ele pot să se ocupe de intermedierea produselor de creditare, dacă legislația le permite. O imagine de ansamblu a acestora ne poate ajuta să înțelegem interconectivitatea acestora cu sectorul bancar și cu alții intermediari finanțieri.

**Fig.38 Evoluția activelor companiilor de asigurări în SUA versus Zona Euro (2008-2016)**



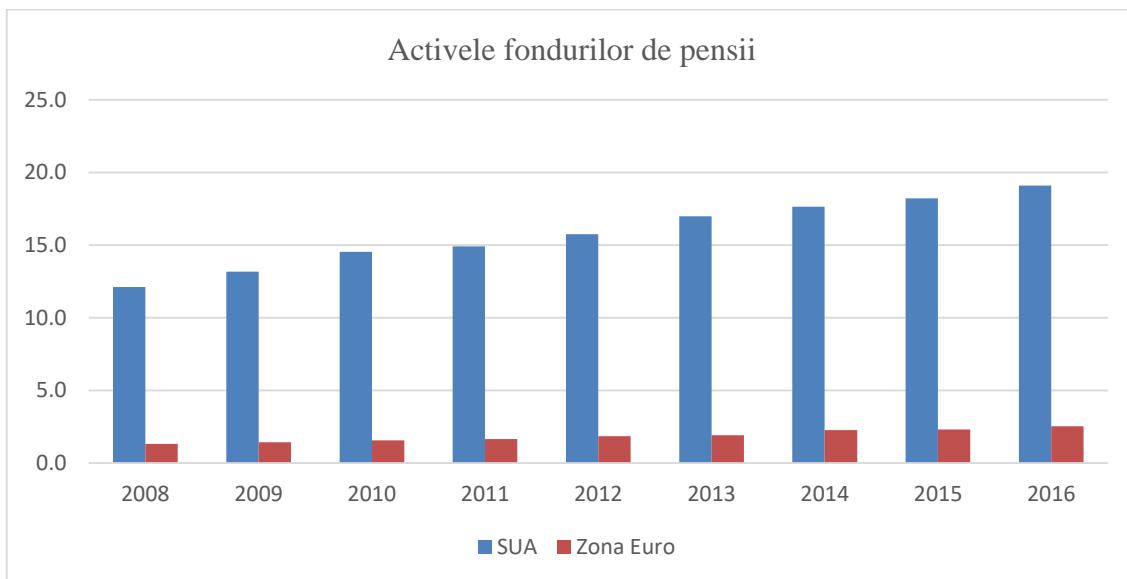
*Sursă:* prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/> Underlying data for exhibits accesat la 16.06.2018

Observăm ca în Zona Euro activele societăților de asigurări nu au ajuns la volumul dinaintea crizei (2007), pe când în SUA acest volum a fost depășit încă din anul 2010.

Activele fondurilor de pensii au crescut din 2009 până la sfârșitul anului 2017 la 29 miliarde USD, iar activele societăților de asigurări la 31 miliarde USD, fiecare dintre acestea reprezentând 9% din total active finaciare globale<sup>354</sup>. Așa cum rezultă din figura de mai jos, volumul fondurilor de pensii este mult mai mare în SUA comparative cu Zona Euro, însă și aceasta a înregistrat o creștere constantă în perioada 2008-2016.

<sup>354</sup> FSB, 2018, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, p.1, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>, accesat la 13.06.2018

**Fig.39 Evoluția activelor fondurilor de pensii în SUA versus Zona Euro (2008-2016)**



*Sursă:* prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/>  
Underlying data for exhibits accesat la 16.06.2018

În ceea ce privește activele altor intermediari financiari<sup>355</sup>, acestea au ajuns la sfârșitul anului 2016 la 99 miliarde USD și reprezintă 30% din totalul activelor globale, înregistrând cel mai înalt nivel din 2002 până acum. Acestea au crescut mai rapid decât activele băncilor sau ale societăților de pensii datorită slabei reglementări a sistemului bancar paralel<sup>356</sup>. Activitatea de creditare efectuată prin intermediul acestora a înregistrat și ea un trend ascendant încă din 2011, fiind mai evidentă la nivelul economiilor emergente.

În ceea ce privește volumul securitizărilor, acestea au un nivel mai ridicat în Statele Unite decât în Uniunea Europeană, respective Zona Euro. Și evoluția lor a fost una diferită. După o creștere până în 2008, acestea au înregistrat o scădere în Zona Euro, pe

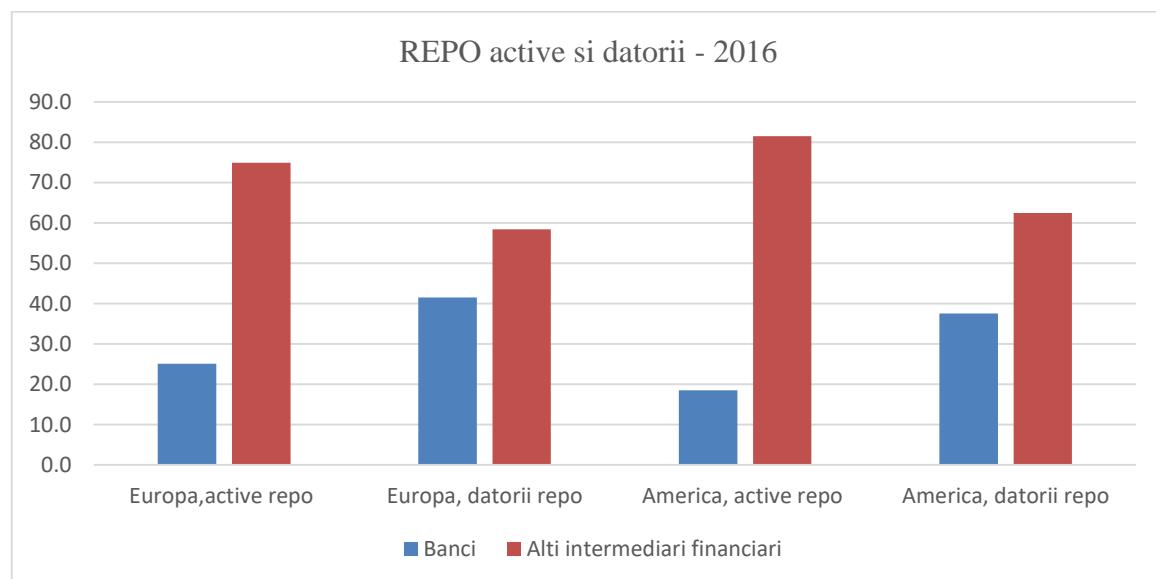
<sup>355</sup> Prin Alți intermediari financiari definim instituții financiare care nu sunt bănci centrale, bănci, fonduri de pensii, societăți de asigurări, instituții financiare publice.

<sup>356</sup> Ibidem

când în SUA, acestea au scăzut în 2007 urmând să-și reia trendul ascendent începând cu 2009.

Dintre clasele de active, cele mai utilizate în Zona Euro au fost titlurile de valoare garantate cu ipotecă rezidențială. Activele fondurilor de investiții reprezintă cea mai mare categorie de active intermediate. Dacă în perioada 2011-2015 acestea au crescut cu 12,9%, creșterea din anul 2016 a fost de 8,7% (37,8 trilioane USD). 43% din aceste active erau în SUA și numai 32% din acestea erau în Zona Euro. În ceea ce privește money market funds (MMF), activele acestora erau de 5 trilioane USD la sfârșitul anului 2016, 54% din aceste fonduri fiind utilizate în SUA<sup>357</sup>.

**Fig.40 REPO- active și datorii 2016**



Sursă: prelucrare autor cu date FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, <http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/> Underlying data for exhibits accesat la 16.06.2018

Așa cum reiese din figura de mai sus, în anul 2016 tranzacțiile repo sunt efectuate în special prin intermediari financiari, atât în Uniunea Europeană cât și în SUA, volumul tranzacțiilor repo fiind mai ridicat în Statele Unite.

<sup>357</sup> FSB, 2018, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, pp. 22-23  
<http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/>, accesat la 05.06.2018

Structura sistemului finanțier din SUA și din Zona Euro este foarte diferită, motiv pentru care și acțiunile întreprinse au fost unele diferite. Spre deosebire de SUA, instituțiile financiare din Zona Euro au fost mai puțin dependente de piețele de capital, sistemul bancar paralel nejucând un rol important, dar cu toate acestea ele au fost afectate grav de criza din perioada 2007-2009 datorită interconectivității piețelor financiare.

BCE și-a exercitat funcția sa de „creditor de ultimă instanță”, în special asupra sistemului bancar, spre deosebire de FED care s-a axat și pe acele societăți „too big to fail”. Astfel, BCE nu a finanțat cel puțin în mod direct, preluări de companii mari precum Fannie Mae și Freddie Mac și nici nu a finanțat sistemul bancar paralel, acesta fiind mai puțin dezvoltat în Uniunea Europeană, respectiv Zona Euro decât în SUA.

#### **5.4. EVOLUȚIA ECONOMIEI STATELOR UNITE ALE AMERICI VERSUS ECONOMIA ZONEI EURO ÎN PERIOADA 2008-2018**

În cele ce urmează vom prezenta o analiză comparativă a evoluției economiei Statelor Unite și a Zonei Euro în ultimii zece ani, fiind analizată perioada 2008 - primul trimestru al anului 2018. Vom încerca să analizăm și să comparăm evoluția acelorași indicatori macroeconomici tocmai pentru a vedea prin ce anume se asemănă și prin ce se diferențiază cele două mari puteri economice analizate. Așa cum am văzut în capitolele anterioare, instrumentele de politică monetară și fiscală ale celor două bănci centrale diferă semnificativ, motiv pentru care ne așteptăm ca și rezultatele și evoluția economică să fie una diferită.

Așa cum spune și Robert Hetzel, principala diferență dintre cele două bănci centrale „este modul în care acestea au privit evoluția economiei”,<sup>358</sup>.

Bilanțul ambelor bănci centrale a evoluat oarecum similar din 2008 până în 2012. În această perioadă ambele bănci centrale au înregistrat o **creștere semnificativă a**

---

<sup>358</sup> Hetzel, R.L., 2012, “The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?” (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511997563 <http://ebooks.cambridge.org/ebook.jsf?bid=CBO9780511997563>, accesat la 20.07.2017

**activelor**, creștere de aproximativ 300%, aceasta fiind echivalentă cu crearea de bani, urmând ca apoi evoluția acestora să fie diferită, în sensul că această creștere a fost mai pronunțată și mai vizibilă în cazul FED-ului.

Volumul balanței de plată a BCE a crescut pe parcursul crizei financiare, ajungând la aproape 27% din PIB în anul 2012. Activele BCE au înregistrat chiar o scădere în perioada 2013-2014, umând să crească din nou începând cu lansarea programului de relaxare cantitativă din anul 2015. Prin intermediul acestui program BCE a achiziționat active în valoare totală de 2.160 miliarde euro până în ianuarie 2018<sup>359</sup>. Graficul de mai jos evidențiază această evoluție .

**Fig.41 Evoluția activelor BCE versus FED în perioada 2008-2018**



Sursă: prelucrare autor cu date FRED,

<https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS#0> accesat la data de 20.06.2018

FED a introdus programul de achiziție de active în anul 2008, iar volumul total de active achiziționate pe parcursul derulării acestui program a fost de 4.473 miliarde USD. Prin acțiunea sa, FED a achiziționat un volum mai mult decât dublu de active în perioada

<sup>359</sup> Calcul autor realizat cu date de pe site-ul oficial BCE

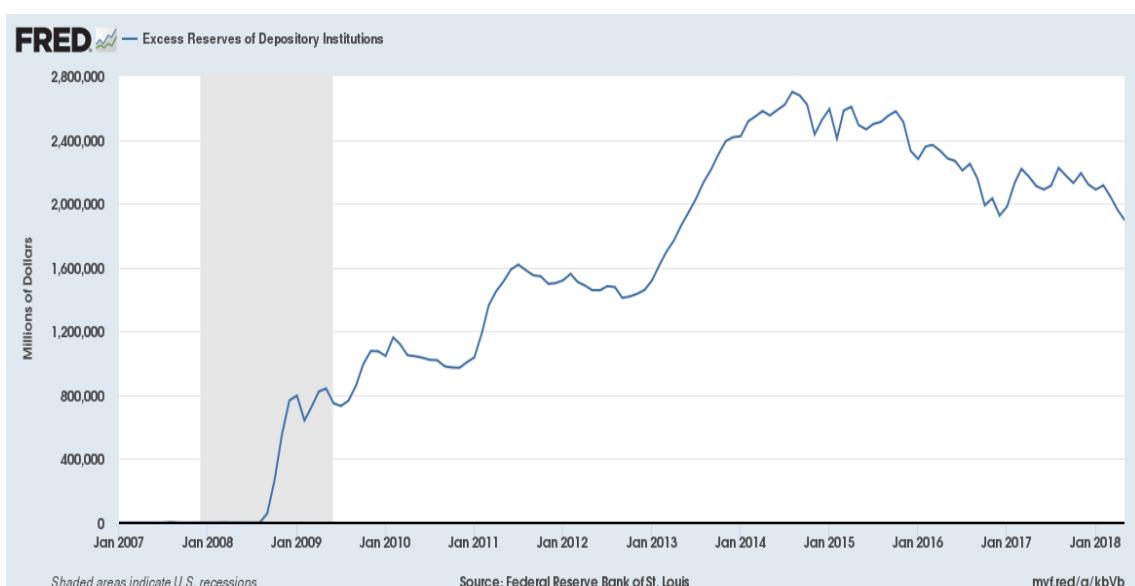
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> , accesat la 19.06.2018

utilizării acestei măsuri de relaxare cantitativă, decât BCE, observând în graficul de mai sus evoluția mai accentuată a creșterii volumului activelor în cazul FED.

Totodata s-au văzut modificări și în structura balanței de plăți a ambelor bănci centrale. Calitatea colateralelor acceptate a scăzut după declanșarea crizei, fiind acceptate garanții cu raiting mai slab decât înainte de criză cu scopul de a menține piața de creditare funcțională, ceea ce s-a și realizat atât în cazul FED cât și în cazul BCE. Operațiunile de refinanțare erau inițiate pe perioade mai lungi, decât în perioada precedentă, acestea fiind un alt factor al modificărilor observate la nivelul structurii bilanțiere.

Cea mai mare parte a banilor creați prin programul de relaxare cantitativă a fost ținută sub formă de rezerve, aşa cum se poate vedea în graficele de mai jos, tocmai pentru a nu avea represiuni inflaționiste. Observăm că în SUA s-a înregistrat o creștere accentuată a acestora după declanșarea crizei. Conform FED, rezervele în exces ale instituțiilor depozitar din SUA au atins un nivel record în anul 2014, ajungând la 2.699,96 miliarde USD, iar în decembrie 2017 se situa la un nivel de 2.120,55 miliarde USD.

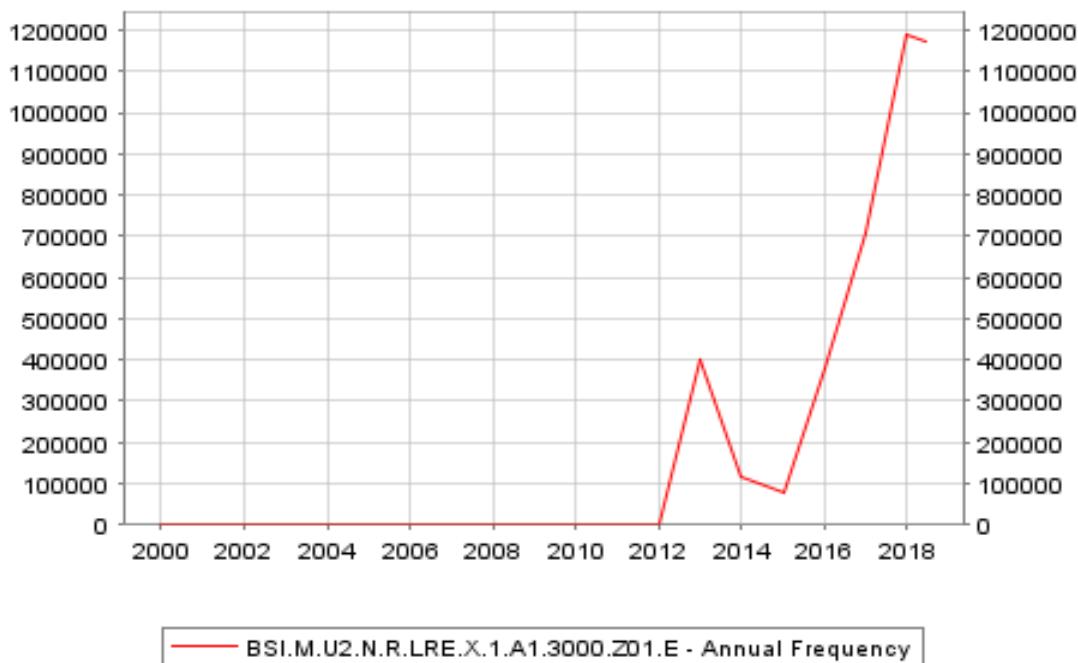
**Fig.42 FED evoluția rezervelor în exces în perioada 2008-2018**



Sursă: prelucrare autor cu date FRED,

<https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS#0>, accesat la 23.06.2018

**Fig.43 BCE evoluția rezervelor în exces în perioada 2008-2018**



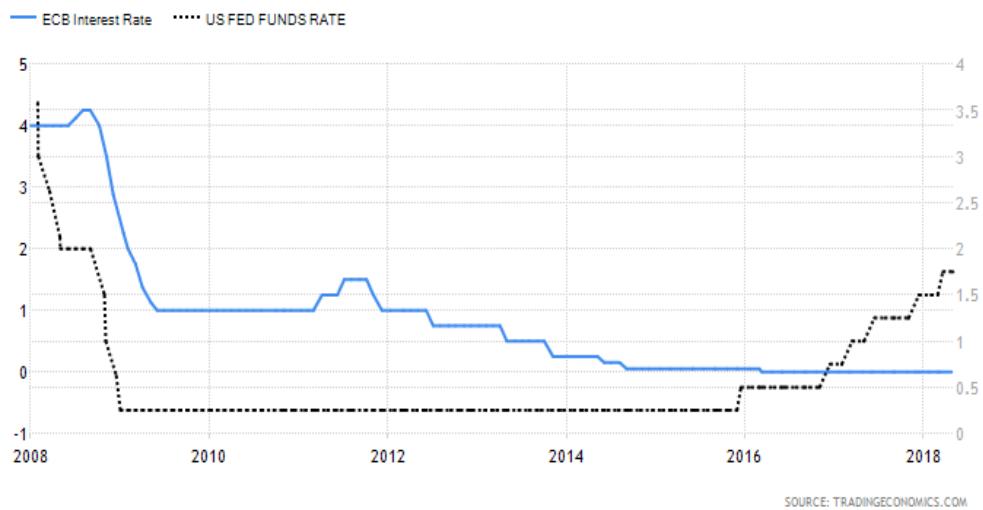
Sursă: BCE,

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0), accesat la  
23.06.2018

În figura de mai sus este prezentată evoluția rezervelor în exces înregistrate de instituțiile de credit care fac obiectul rezervelor minime obligatorii în Zona Euro. Așa cum reiese și din grafic, volumul acestora a fost constant până în 2012 când a început să crească semnificativ, situându-se în decembrie 2017 la 1186836 milioane euro<sup>360</sup>. Atât FED cât și BCE au redus semnificativ ratele dobânzii, evoluția acestora fiind vizibilă în graficul de mai jos.

<sup>360</sup> European Central Bank, 2018, Statistical Data Warehouse,  
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0), accesat la 23.06.2018

**Fig.44 Evoluția ratei dobânzii BCE versus FED în perioada 2008-2018**



Sursă: prelucrare autor cu date <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>, accesat la 23.06.2018

O data cu conștientizarea problemelor cu care s-a confruntat Bear Stearns și Lehman Brothers, FED a diminuat rata dobânzii de politică monetară în luna septembrie a anului 2007 de la 5,25%, până la 0-0,25% în luna decembrie a anului 2008. La acel moment, FED a făcut publică intenția de a menține rata dobânzii la un nivel scăzut pentru a oferi siguranță băncilor din sistem. În perioada următoare s-a concentrat asupra producției, având în vedere că situația inflației era ținută oarecum sub control.

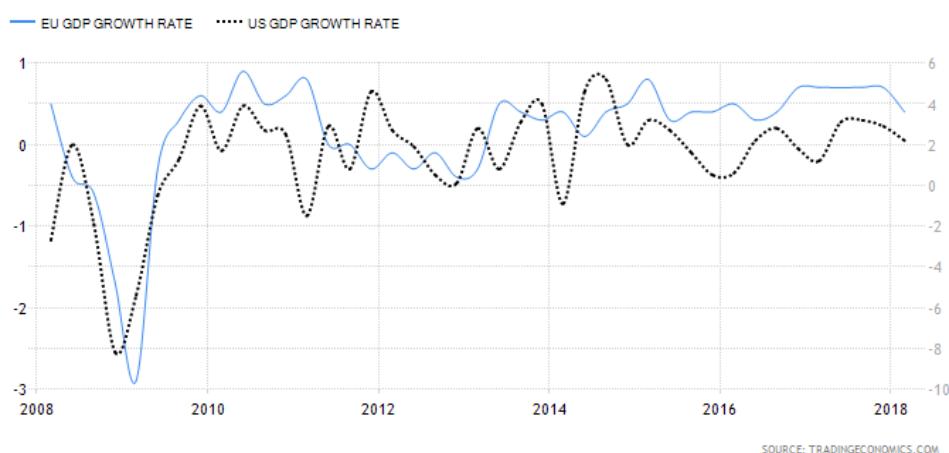
Spre deosebire de FED, BCE a majorat inițial dobânda de referință, înainte de a o diminua, pe fondul unei scurte redresări a economiei din Zona Euro, înainte de declanșarea crizei datorilor suverane în anul 2010. Rata dobânzii de politică monetară s-a situat aproape de zero în noiembrie 2013. Abia în martie 2015, BCE a lansat un program de achiziții de active, prin intermediul căruia dobânzile în Zona Euro au înregistrat nivele negative.

Economia SUA a reușit să depășească nivelul atins înainte de criză (2007), încă din trimestrul trei al anului 2011. Acesta este unul dintre efectele pozitive ale măsurilor de stimulare economică adoptate de FED în combaterea crizei, încă de la primele semne.

Nu putem spune acest lucru despre situația statelor din Zona Euro. Criza datorilor

suverane din perioada 2011-2013 a încetinit ritmul de redresare<sup>361</sup>. “Dacă facem o analiză a nivelului PIB-ului din 2015 compartiv cu anul 2008 la nivelul acestor țări, constatăm că 10 dintre țările membre nu au reușit până la momentul respectiv să ajungă la nivelul PIB-ului din 2008”<sup>362</sup>(Cipru, Grecia, Italia, Portugalia, Spania, Letonia, Slovenia, Croația, Danemarca și Finlanda). Cu toate acestea, aşa cum rezultă și din gaficul de mai jos, “economia Zonei Euro a crescut în anul 2015”<sup>363</sup>, crescând încrederea investitorilor și a analiștilor în economia Zonei Euro. Abia în anul 2017 aceste țări au înregistrat o creștere economică mai rapidă decât cea a Statelor Unite. Potrivit raportului Eurostat, PIB-ul din cele 19 state care au adoptat moneda unică a crescut în anul 2017 cu 2,5%, în special datorită cererii interne. Aceasta este cea mai bună performanță înregistrată din anul 2007, înainte de criza economică mondială.

**Fig.45 Evoluția ratei de creștere a PIB-ului SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018**



<sup>361</sup> FMI, 2018, Europe Managing the Upswing in Uncertain Times, <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2018/05/14/EURREO0518>, accesat la 01.06.2019, p28

<sup>362</sup> Bonta, L., 2018, A Comparative Analysis of FED and ECB Reactions to the Global Financial Crisis, Ovidius University Annals Economic Sciences Series, Volume Xviii Issue 1, <http://stec.univ-ovidius.ro/html/anale/RO/wp-content/uploads/2018/08/Full-Vol.-XVIII-Issue-1.pdf> accesat la 28.08.2018

\* Articolul “A Comparative Analysis of FED and ECB Reactions to the Global Financial Crisis” a fost susținut în cadrul conferinței PIGE 2018, fiind publicat în Ovidius University Annals Economic Sciences Series, Volume Xviii Issue 1, conținutul articolului fiind cuprins în prezenta teză de doctorat.

<sup>363</sup> Bonta, L., 2015, The ECB response to the financial crisis. Monetary policy instruments used by the ECB, International Economic Conference of Sibiu, Vol. Economic prospects in the context of growing global and regional interdependencies

\* Articolul “The ECB response to the financial crisis. Monetary policy instruments used by the ECB” a fost susținut în cadrul conferinței IECS 2015 și publicat în Volumul conferinței “Economic prospects in the context of growing global and regional interdependencies”. O parte din ideile prezentate în acest articol sunt cuprinse în prezenta teză de doctorat.

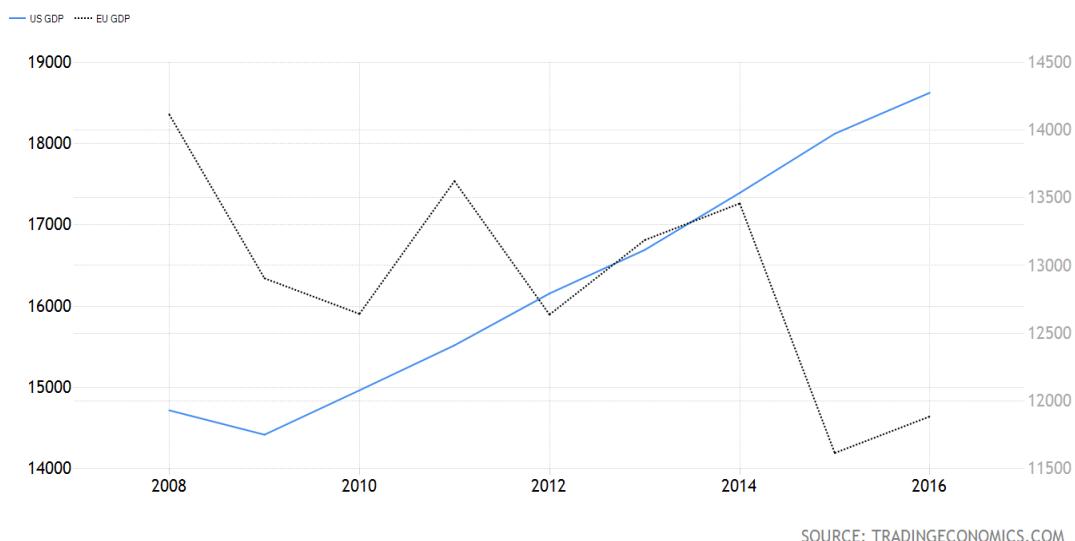
\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth>, accesat la 23.06.2018

Rata de creștere anuală a PIB-ului în Statele Unite, a fost în medie de 3,23 % din 1947 până în 2017, atingând un record de 16,90% în trimestrul I din 1950 și un record minim de -10 % în primul trimestru din anul 1958. Observăm că impactul crizei declanșate în 2007 s-a facut simțit atât la nivelul PIB-ului din SUA cât și din Zona Euro, acesta scăzând abrupt în ambele regiuni, în perioada 2008-2009.

**Fig.46 Evoluția PIB-ului SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/gdp>, accesat la 23.06.2018

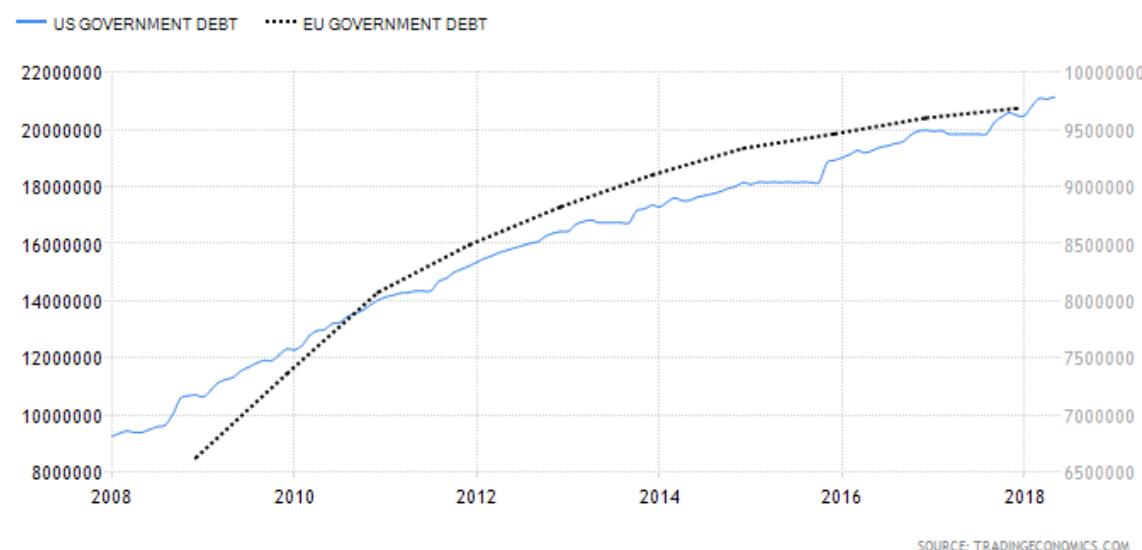
Graficele de mai sus ne arată situația PIB-ului din cele două zone analizate, în perioada 2007- trimestrul I 2018. Așa cum reiese și din graficul de mai sus, în anul 2009, PIB-ul anual al SUA s-a diminuat semnificativ. După sfârșitul anului 2009 evoluția PIB-ului SUA a înregistrat o creștere semnificativă economia SUA înregistrând primele semne de redresare, mult mai rapidă comparativ cu Zona Euro, respectiv UE, având în vedere că în Europa criza era în plină desfășurare. SUA a avut nevoie de 15 trimestre pentru a reveni la valorile dinainte de criză.

Putem spune că răspunsul FED la criză a fost unul proactiv, iar prin măsurile întreprinse s-a compensat oarecum diminuarea cererii înregistrată la nivelul indivizilor și a companiilor din perioada 2009-2013. În ceea ce privește politicile fiscale din Zona Euro în perioada 2011-2013, acestea nu au avut impactul așteptat, deoarece nu s-a văzut o redresare economică în acea perioadă. Economia Zonei Euro nu și-a revenit la fel de repede ca economia SUA în special datorită incertitudinii de pe piață. BCE nu a fost suficient de transparentă și hotărâtă în deciziile pe care le-a adoptat, lucru care a generat un nivel scăzut al investițiilor, al cererii și al consumului.

Economia Statelor Unite a înregistrat o creștere anuală de 2,3% pe trimestru la începutul anului 2018, sub 2,9% în 2017, depășind așteptările pieței de 2%. Cu toate acestea este cea mai mică rată de creștere într-un an.

Rata de creștere a PIB-ului în Zona Euro raportată de către Eurostat, a fost în medie de 0,36 % pentru perioada 1995 până în 2016, atingând un maxim de 1,20 % în trimestrul II din 1997 și un record minim de -3 % în trimestrul I al anului 2009. Anul 2017 a fost unul oportun pentru Zona Euro, ritmul de creștere al PIB-ului fiind de 2,5%. Aceasta este cea mai bună evoluție a PIB-ului înregistrată în Zona Euro în ultimii 10 ani.

**Fig.47 Evoluția datoriei publice în SUA versus Zona Euro, în perioada 2008-2018**

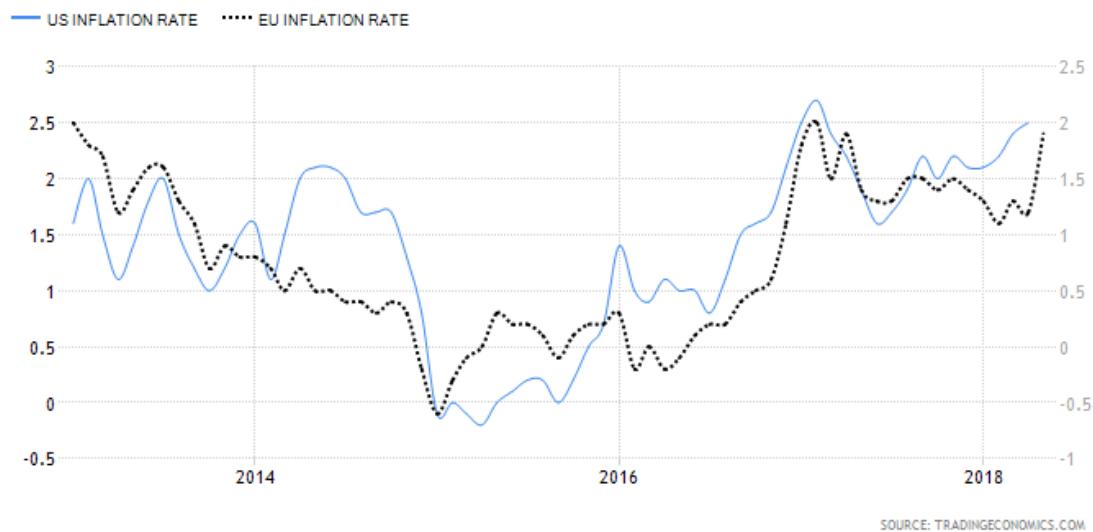


\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele  
Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt> accesat la 23.05.2018

În ceea ce privește evoluția datoriei publice începând cu anul 2007, aceasta a fost în creștere atât în SUA cât și în Zona Euro. Datoria publică din SUA înregistra aproximativ 62% din PIB în anul 2007, iar în 2015 ajunsese să fie peste 100% din PIB. În Zona Euro aceasta depășise 71% în anul 2009, iar în 2015 începuse să descrească ușor, ajungând la 90% din PIB, lucru posibil datorită ratelor de dobândă foarte scăzute practicate de BCE. Și în ce privește acest indicator diferența între statele membre ale Zonei Euro este destul de mare. La începutul anului 2018 putem spune că deficitul bugetar al majorității statele din Zona Euro se află sub 3% din PIB<sup>364</sup>.

**Fig.48 Evoluția ratei inflației din SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele  
Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> accesat la 23.05.2018

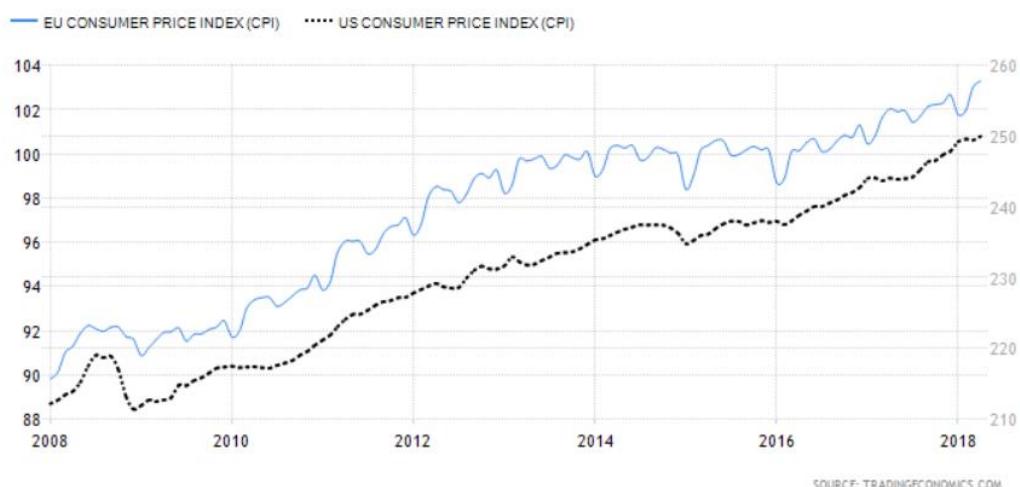
În urma acestei crize atât SUA cât și Zona Euro au rămas cu o inflație scăzută, SUA înregistrând valori sub minimul istoric încă din 2012, iar în 2015 s-a confruntat chiar cu deflație, rata inflației scăzând sub 0%. Și Zona Euro s-a confruntat cu deflația în anii 2009, respectiv 2014, însă la un nivel mult mai scăzut decât SUA, aşa cum reiese din graficul de mai sus. Pentru a evita deflația, băncile centrale au folosit metode și

<sup>364</sup> ECB, 2018, Financial Stability Review, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf>, p.7, accesat la 08.06.2018

instrumente neconvenționale de politică monetară, prin cumpărarea de obligațiuni guvernamentale, acțiuni ce au îmbrăcat forma relaxării cantitative (QE).

Rata anuală a inflație în SUA a ajuns în aprilie 2018 la 2,5%. Este cea mai mare rată a inflației înregistrată din februarie 2017 în Statele Unite. În Zona Euro, inflația a ajuns la 1,3% în martie 2018, pe când în UE a fost de 1,5%<sup>365</sup>.

**Fig.49 Evoluția indicelui prețurilor de consum în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele  
Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/consumer-price-index-cpi> accesat la

23.05.2018

**Indicele prețurilor de consum** raportat în Statele Unite de către Biroul American de Statistica a Muncii a crescut la 250,54 puncte în luna mai 2018, înregistrând o creștere de 0,2%. În ultimele 12 luni, s-a înregistrat o creștere a tuturor indicilor componenți. Cea mai mare creștere s-a simțit la capitolul energie, creșterea fiind de 11,7%. Indicele armonizat al prețurilor de consum IAPC este utilizat pentru măsurarea inflației prețurilor în Zona Euro și UE, pentru elaborarea unor politici monetare adecvate. În martie 2017 s-au împlinit 20 de ani de la implementarea acestui indicator. Inițial acesta era utilizat pentru evaluarea convergenței prețurilor în cazul statelor care doreau să adere la Zona Euro. La momentul actual, BCE monitorizează prin intermediul lui stabilitatea prețurilor (Eurostat)<sup>366</sup>. și în Zona Euro principala componență a IAPC care

<sup>365</sup>Eurostat, 2018, *New release euro indicators*, 65/2018,  
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8811291/2-18042018-AP-EN.pdf/53d481cc-41d8-4a02-ae2f-8a1a25f684f4>, accesat la 19.06.2018

<sup>366</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/20170331-EDN-1>, accesat la 23.06.2018

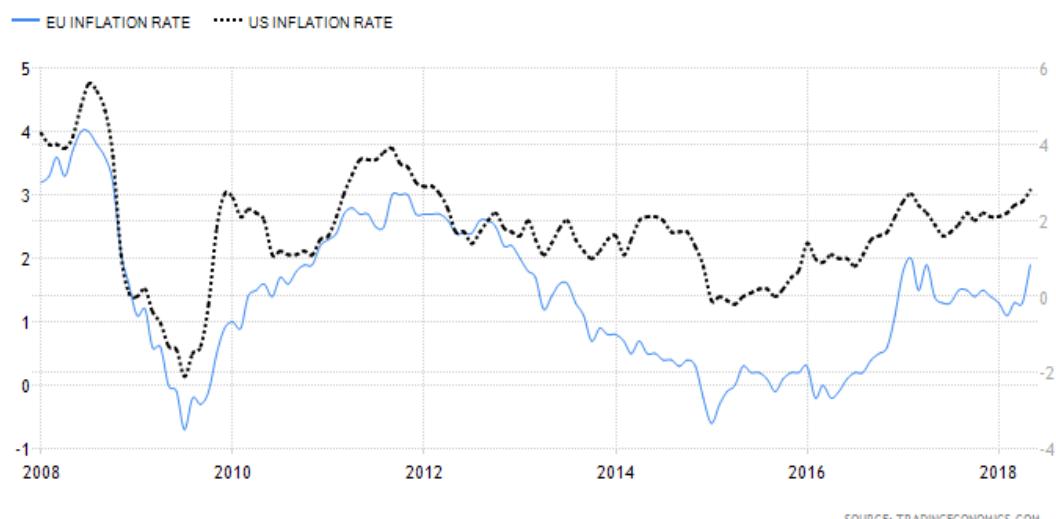
a înregistrat o creștere semnificativă în mai 2018 a fost tot energia, care a crescut la 6,1% (de la 2,6% în luna precedentă), ajungând la 101,98 puncte.

**Evoluția inflației** la nivelul Zonei Euro a fost una oarecum neașteptată. Începând cu 2012 prognoza cu privire la acest indicator era una de creștere, în special în economiile avansate, având în vedere că aceste state își reveneau din criză și începeau să înregistreze creștere economică. Cu toate acestea, valoarea inflației s-a situat o lungă perioadă de timp sub ținta de 2%. Evoluția inflației din perioada 2012-2014 poate fi pusă și pe baza scăderii prețului petrolului.

Măsurile neconvenționale de politică monetară adoptate de BCE au avut un impact pozitiv asupra inflației, măsuri fără de care nivelul ei ar fi fost mult mai scăzut. În momentul de față, stabilitatea prețurilor din Zona Euro este bună, media ratei inflației în anul 2017 fiind de 1,2%. Această procent se situează sub obiectivul stabilit pe termen mediu de 2%, situându-se la un nivel scăzut pe o perioadă îndelungată, generând o creștere a nivelului salarial.

Din graficul de mai jos observăm că inflația începe să crească în anul 2018, această creștere fiind datorată în special creșterii prețului petrolului și energiei. La sfârșitul lunii mai, aceasta ajunsese la 1,9%, fiind ce mai mare valoare înregistrată din luna aprilie 2017.

**Fig.50 Evoluția inflației SUA versus Zona Euro în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele  
Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>, accesat la 23.05.2018

Inflația din SUA a fost ținută sub control prin intermediul măsurilor de relaxare cantitativă<sup>367</sup>. Așa cum rezultă din graficul de mai sus, inflația din Zona Euro s-a păstrat sub pragul de 2% din 2013 și până în prezent, pe când inflația din SUA a depășit acest prag începând cu anul 2016.

În ceea ce privește **cursul de schimb**, aceasta a avut o evoluție oscilantă în perioada analizată, dar putem spune că în anul 2017, euro s-a apreciat față de dolar, semnificativ. În perioada de început a anului 2018 fluctuația cursului de schimb EUR/USD s-a situat între 1,9 și 1,25.

**Fig.51 Evoluția cursului de schimb Euro/USD în perioada 2008-2018**



Sursă: <http://www.macrotrends.net/2548/euro-dollar-exchange-rate-historical-chart>,

accesat la 23.07.2018

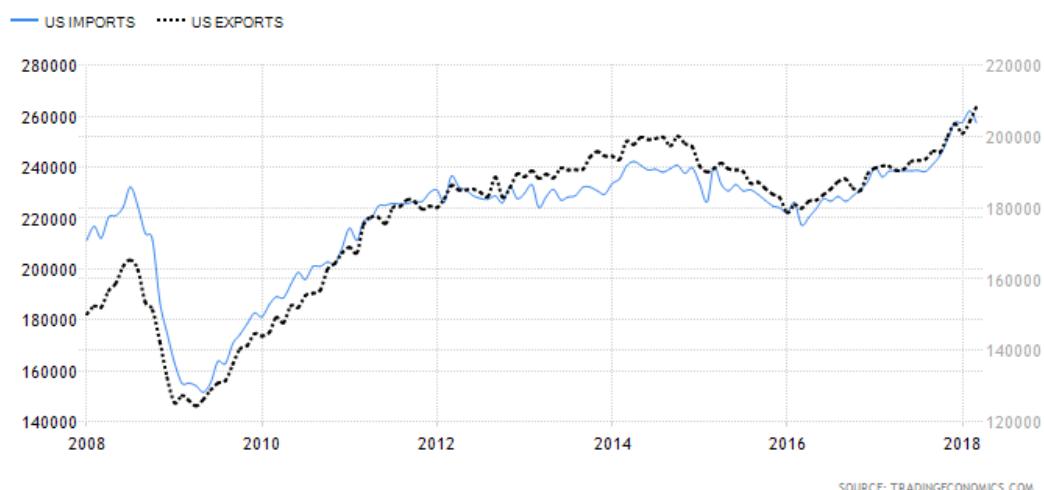
**Statele Unite ale Americii** este al doilea cel mai mare **importator** mondial. Principalele produse de import sunt: bunuri de capital și bunuri de larg consum. Alte importuri includ: echipament industrial, autovehicule, piese și motoare, alimente, și băuturi. Transporturile din China reprezintă 19% din totalul importurilor, urmate de Canada, Mexic, Japonia, și Germania.

<sup>367</sup> Ciccarelli, M, Osbat, C., 2017, *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, ECB, Occasional Paper Series No 181, pp.5, 8.

**Principalele importuri în Zona Euro** sunt energia, produsele fabricate și mașinile. Partenerii principali sunt China (12% din total importuri) și Regatul Unit al Marii Britanii (10%), Statele Unite ale Americii, Rusia, Elveția și Japonia. Cei mai mari importatori din Zona Euro sunt Germania, Italia, Franța și Olanda.

**Principalele produse de export în Zona Euro** sunt: automobilele, vehiculele și alte produse fabricate (65% din totalul exporturilor), produse chimice, produse alimentare și energie. Principalii parteneri sunt Statele Unite ale Americii (13% din totalul exporturilor) și Regatul Unit al Marii Britanii (12%). Alți parteneri importanți sunt China, Rusia, Elveția și Turcia. Germania, Franța, Italia și Olanda sunt cei mai importanți exportatori din cadrul Zonei Euro.

**Fig.52 Evoluția importurilor și exporturilor SUA în perioada 2008-2018**



Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/imports> accesat la 30.07.2018

Statele Unite ale Americii reprezintă al treilea cel mai mare **exportator** din lume, însă exporturile reprezintă doar 13% din PIB-ul SUA. Principalele produse exportate sunt: bunuri de capital și materiile prime industriale. Altele produse exportate sunt: bunuri de larg consum, autovehicule, piese și motoare, alimente și băuturi. Principalii parteneri de export ai SUA sunt: Canada (19% din totalul exporturilor), Mexic (14%), China (7%), Japonia (4%), Germania (3%) și Regatul Unit (3%).

Așa cum rezultă din graficul de mai sus, atât volumul importurilor cât și cel al exporturilor SUA au fost semnificativ afectate de criză, observând o diminuare

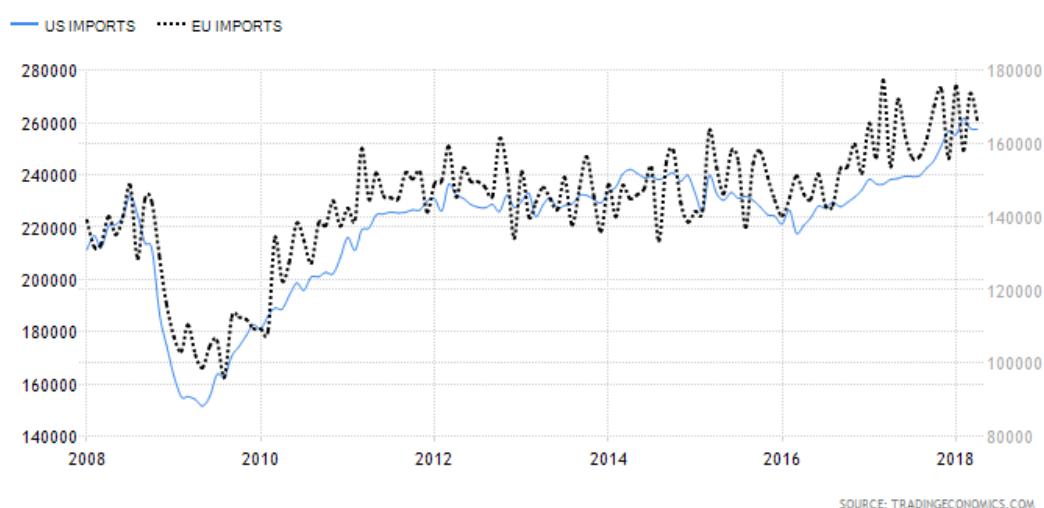
accentuată a acestora în perioada 2008 – 2009, după care au înregistrat o evoluție crescătoare.

Exporturile SUA au ajuns la un nivel de 211,2 miliarde USD în aprilie 2018. Media exporturilor Statelor Unite ale Americii a fost de 53.856,81 milioane de dolari din 1950 până în 2018, atingând un nivel maxim de 21.1245 milioane de dolari în luna octombrie a anului 2014 și un nivel minim de 772 de milioane de dolari în martie 1950.

**Exporturile Zonei Euro către restul statelor lumii** sunt raportate de către Eurostat. În martie 2018 nivelul exporturilor era de 182,9 miliarde EUR, înregistrând o creștere față de anul precedent (182,8 miliarde EUR)<sup>368</sup>. Media exporturilor Zonei Euro, în perioada 1999 - aprilie 2018 a fost de 125.588,45 milioane EUR, cel mai ridicat nivel înregistrându-se în martie 2017 (205925 milioane EUR), iar cel mai scăzut, în ianuarie 1999 (53045,90 milioane EUR).

Un factor important ce a ajutat la creșterea economică în anul 2017 a fost majorarea volumului exporturilor în Zona Euro, în special a produselor finite și a bunurilor intermediare. Partenerii cei mai activi în Europa au fost China și SUA. Exporturile către țările OPEC și Regatul Unit au ramas la un nivel scăzut<sup>369</sup>.

**Fig.53 Evoluția importurilor Zonei Euro versus USA în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

<sup>368</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8980846/6-15062018-AP-EN.pdf/6984dd2b-c173-46c5-a1a5-f9320fc0d6e2>, accesat la 18.07.2018

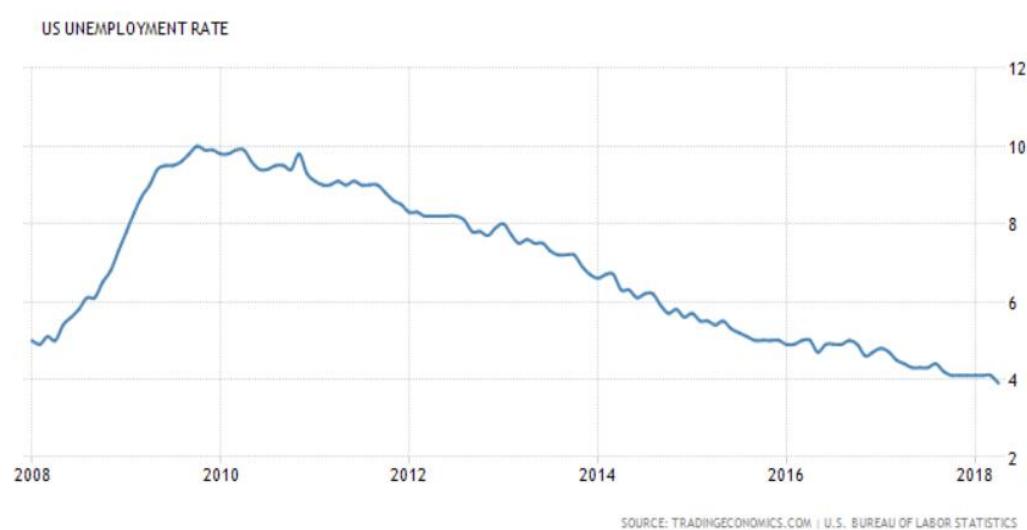
<sup>369</sup> BCE, 2017, *Raport annual BCE (2017)*, [http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

*Sursă:* Trading Economics, <https://tradingeconomics.com/united-states/imports> ,  
accesat la 10.07.2018

Media importurilor Statelor Unite ale Americii a fost de 68.092,59 milioane de dolari în perioada 1950 – aprilie 2018, înregistrând maximul de 261.613 milioane de dolari în februarie anul curent (2018) și un nivel minim de 577 de milioane de dolari în martie 1950<sup>370</sup>. Așa cum rezultă din graficul de mai sus, importurile sunt mai mari dacă comparăm cu perioada dinainte de criză.

Importurile Zonei Euro raportate de Eurostat în aprilie 2018 erau de 166,2 miliarde euro, înregistrând o creștere de 8,1%, față de anul precedent. Media importurilor pentru perioada 1999- aprilie 2018 a fost de 119.943,36 milioane EUR, ajungând la valoarea maximă în martie 2017 (177.373,40 milioane EUR). Valoarea cea mai scăzută a importurilor Zonei Euro s-a înregistrat în ianuarie 1999, fiind de 55.698,40 milioane EUR.

**Fig.54 Evoluția ratei șomajului în SUA în perioada 2008-2018**



*Sursă:* prelucrare autor cu date Trading Economics

<https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate> accesat la 28.07.2019

Criza a avut un impact nefavorabil și în ceea ce privește crearea locurilor de muncă,

<sup>370</sup> <https://tradingeconomics.com/united-states/imports>, accesat la 10.07.2018

cea ce a dus la scăderea populației ocupate. SUA a evoluat mai bine decât Zona Euro și la capitolul forță de muncă și rata șomajului. Dacă în anul 2009, rata șomajului era de aproximativ 10%, aceasta a ajuns la nivelul dinainte de criză de 5% încă din anul 2016.

Rata medie a șomajului în Statele Unite, pentru perioada 1948 - 2016, a fost de 5,82 %. Aceasta a scăzut la 3,9% în luna aprilie 2018, fiind cea mai mică rată înregistrată din decembrie 2000 și până în prezent, când 236 de mii de persoane au ieșit de pe piața muncii. Ocuparea forței de muncă aproape că nu s-a schimbat, situându-se la 155,18 milioane, în timp ce numărul șomerilor a scăzut.

**Fig.55 Evoluția ratei șomajului în Zona Euro în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediu căruia au fost prelucrate graficele

*Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics*

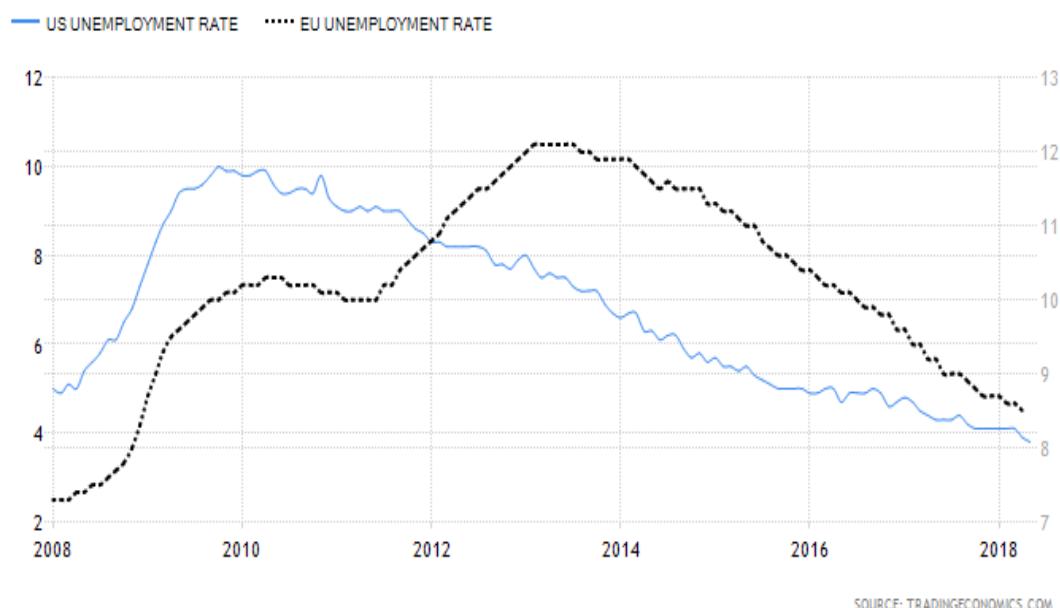
<https://tradingeconomics.com/euro-area/unemployment-rate> accesat la 10.07.2018

În ceea ce privește Zona Euro, rata șomajului a depășit pragul de 10% în anul 2010, ajungând în 2013 până la 12,6%, însă diferențele dintre statele membre sunt destul de mari. Rata medie a șomajului în Zona Euro a fost de 9,78 % pentru perioada 1995 – 2016. La momentul actual (aprilie 2018) putem spune că, condițiile de pe piața muncii

continua să se îmbunătățească. Rata șomajului este în scădere, ajungând la 8,5%<sup>371</sup>. Așa cum reiese din graficul de mai sus, Zona Euro încă nu a ajuns la rata șomajului dinainte de criză.

Conform Raportului anual BCE pe anul 2017, gradul de ocupare al forței de muncă a crescut cu 1,6%, piața muncii fiind în creștere. În perioada 2013-2017 la nivelul UE au fost create 7,5 milioane locuri de muncă. Tot în acest interval de timp șomajul a ajuns la nivelul trimestrului I din 2009. Rata șomajului s-a situat la un nivel ridicat după 2009, deoarece criza a lovit sectorul producției.

**Fig.56 Evoluția ratei șomajului din SUA versus Zona Euro, în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics,

<https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate> accesat la 19.06.2018

Putem concluziona că în ceea ce privește rata șomajului pe perioada analizată 2008 – trimestrul I al anului 2018, aceasta a fost cu mult mai ridicată în Zona Euro, comparativ cu SUA. Doar la sfârșitul anului 2017 situația șomajului din Zona Euro s-a apropiat cu

<sup>371</sup> European Commision, 2018, Key indicators for the euro area, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area_en), accesat la 19.06.2018

pași timizi de cea din SUA, însă diferențele sunt totuși destul de mari.

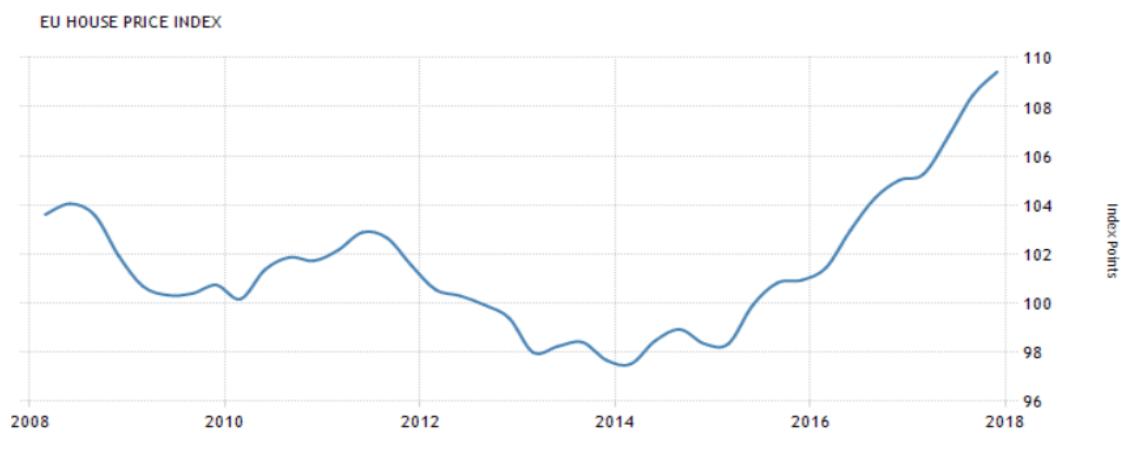
**Fig.57 Evoluția Indicelui S&P Case-Shiller în perioada 2008-2018 SUA**



Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics/S&P,  
<https://tradingeconomics.com/united-states/case-shiller-home-price-index>, accesat la  
19.06.2018

Acest indice se calculează în SUA și este raportat de către Standard & Poor. La începutul anului 2018 s-a înregistrat o creștere a prețului locuințelor, de la 8,1% în iunie 2014, ajungând în Seattle la 12,7%, în Las Vegas la 11,6% și în San Francisco la 10,1% în trimestrul I al anului 2018. Acest indice a fost în medie de 160,67 puncte în perioada 2000-2018, ajungând la o valoare maximă de 206,67 puncte în februarie 2018 și la un nivel minim record de 100 de puncte în ianuarie 2000.

**Fig.58 Indicele prețurilor locuințelor în Zona Euro 2008-2018**



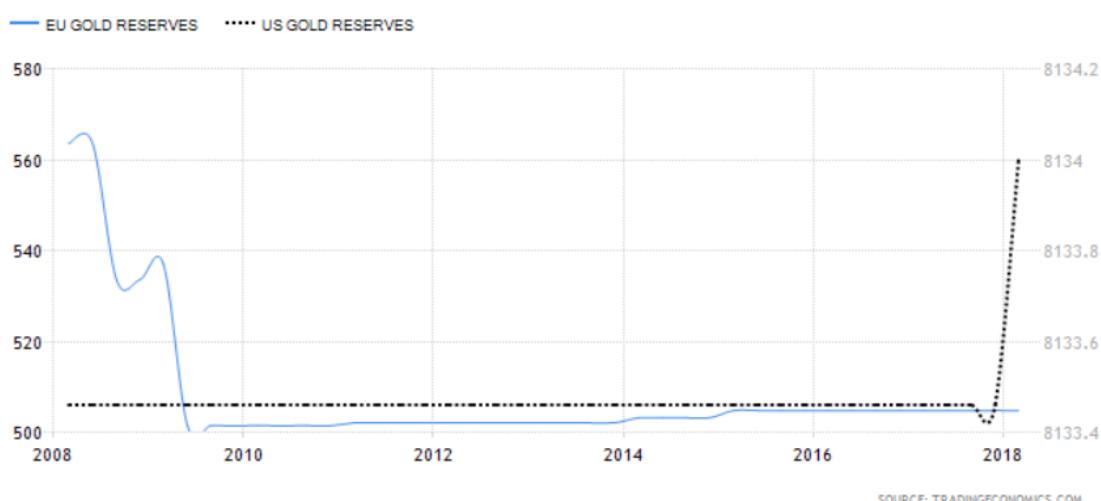
\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

Sursă: prelucrare autor cu date Trading Economics/Eurostat,  
<https://tradingeconomics.com/euro-area/housing-index> accesat la 19.06.2018

În Zona Euro, indicele prețului locuințelor este măsurat prin variațiile de preț ale tuturor proprietăților rezidențiale. Aceasta a fost în medie de 100,51 puncte în perioada 2005 - 2017, atingând un maxim de 109,42 în al patrulea trimestru al anului 2017 și un nivel minim de 89,65 puncte în primul trimestru al anului 2005. Indicele prețului locuințelor în Zona Euro, raportat de către Eurostat a scăzut la 99,63 puncte în al patrulea trimestru al anului 2015, de la 99,65 puncte în al treilea trimestru al anului 2015. Aceasta a crescut la 109,42 puncte de index în al patrulea trimestru al anului 2017 de la 108,46 puncte de index în al treilea trimestru al anului 2017, observând că evoluția acestuia este una crescătoare începând cu anul 2016 și până în prezent.

Piața imobiliară rezidențială în anul 2017 a fost în creștere, principalul motiv fiind ratele scăzute ale dobânzii practicate la creditele pentru locuințe dar și condițiile de creditare mai relaxate. S-a înregistrat și o creștere a investițiilor în sectorul construcțiilor<sup>372</sup>. S-au înregistrat creșteri considerabile ale prețurilor imobiliarelor, pe unele piețe naționale evoluția prețului fiind mult mai accentuată decât nivelul de creștere al venitului. Acest lucru este mai evident în ceea ce privește imobilele rezidențiale, în unele zone prețurile neavând o baza reală. Piața imobiliară este un sector ce trebuie monitorizat cu atenție pentru a preîntâmpina o nouă bulă imobiliară.

**Fig.59 Evoluția rezervelor de aur în perioada 2008-2018**



\*EU = Zona Euro, conform portalului Trading Economics prin intermediul căruia au fost prelucrate graficele

<sup>372</sup> Raport annual BCE (2017), online:

[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

*Sursă:* prelucrare autor cu date Trading Economics/Eurostat,  
<https://tradingeconomics.com/euro-area/gold-reserves> accesat la 19.06.2018

**Rezervele de aur ale Statele Unite** au crescut la 8.134 tone în trimestrul I al anului 2018, de la 8.133,46 tone cât se înregistrau în trimestrul IV al anului 2017. Media rezervelor de aur ale SUA, în perioada 2000-2018 a fost de 8.135,56 tone. Cel mai mare nivel, de 8.149,05 tone a fost înregistrat în trimestrul III al anului 2001, iar cel mai scazut nivel, în trimestrul III al anului 2005, fiind de 8.133,46 tone.

**Rezervele de aur ale Zonei Euro**, raportate de World Gold Council rămân neschimbate la 504,77 tone, în trimestrul I al anului 2018, față de trimestrul precedent. Media rezervelor de aur ale Zonei Euro, în perioada 2000-2018 a fost de 603,13 tone. Cel mai mare nivel, de 766,88 tone a fost înregistrat în trimestrul IV al anului 2001, iar cel mai scazut nivel în trimestrul II al anului 2009, fiind de 501,45 tone.

În ceea ce privește creditele neperformante din Zona Euro, acestea au avut o evoluție pozitivă, nivelul lor diminuându-se de la 8% în anul 2014 la 5,2% la finalul trimestrului III din anul 2017<sup>373</sup>, fiind redus substanțial până în prezent. Această evoluție s-a datorat și îmbunătățirii comunicării și transparenței BCE pe piața acestor credite neperformante. Totuși în unele țări precum Irlanda, Spania și Italia acesta încă este la un nivel ridicat, fiind încurajată “curățarea” balanței băncilor de aceste tipuri de credite<sup>374</sup>.

Este nevoie de o curățare și monitorizare continuă a creditelor neperformante precum și a acțiunilor întreprinse de bănci în acest sens, pentru a îmbunătăți calitatea activelor. Băncile trebuie să aibă o strategie clară în vederea eliminării lor din portofoliu. Se solicită o evaluare cât mai riguroasă a garanțiilor în special a celor imobiliare<sup>375</sup>.

Pentru anul 2018 EBA pregătește un test de stres pentru 70% din sectorul bancar din UE, care va avea ca scop testarea abilității băncilor de a menține capitalurile proprii în

---

<sup>373</sup> BCE, 2017, *Raport anual BCE*, p.63,  
[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

<sup>374</sup> FMI, 2018, *Europe Managing the Upswing in Uncertain Times*,  
<https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2018/05/14/EURREO0518> , accesat la 01.06.2019, p29

<sup>375</sup> EBA, 2017, *Risk assessment of the european banking system*, p.63,  
<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2037825/Risk+Assessment+Report+-+November+2017.pdf> , accesat la 16.07.2018

condițiile unei crize financiare extreme. Acest exercițiu va fi unul transparent, pentru ca toți participanții de pe piață să poată evalua rezistența sistemului bancar din UE, având la bază detalii relevante cu scopul de a fi pregătiți să întreprindă măsurile necesare în acest sens<sup>376</sup>.

Indicii de referință **Euribor și Libor** sunt utilizati în sectorul bancar pentru o gamă variată de produse financiare și contracte. În timpul crizei, s-au ridicat întrebări cu privire la vulnerabilitatea acestor indici, motiv pentru care la nivelul Uniunii Europene a fost concepută o legislație care să traseze regulile generale pentru calcularea acestora. Prin EU Benchmarks Regulation s-a stabilit că benchmarkurile trebuie să fie bazate pe tranzacțiile efectuate<sup>377</sup>. În mai 2018, Euribor la 3 luni era la nivelul de -0,326%, în timp ce Libor a rămas la 2,330%<sup>378</sup>.

**Economia SUA** a crescut în 2017 cu o rată anuală de 2,2%, marcând o accelerare considerabilă de la o creștere de 1,4%, rată înregistrată în anul 2016. Rata șomajului în septembrie 2017 s-a situat la 4,2 %, înregistrând o scădere de la 4,9 % în anul precedent, ceea ce a dus la o creștere în această perioadă, a câștigurilor medii reale cu 0,7%. Prețurile la produsele de bază au crescut cu 1,7% în cursul anului 2017, indicele cheltuielilor personale de consum s-a stabilizat la o rată anuală de 1,4%. Observăm că până în 2017, rata dobânzii în SUA a fost mai mică decât în UE. Cifrele nu par liniștitore deoarece poate apărea impactul inflaționist. Deficitul bugetului federal a crescut cu 14% în 2017 de la 666 miliarde dolari cât se înregistra în anul 2016, ajungând la 3,5% din PIB, în timp ce datoria publică brută era în scădere (peste 20,4 trilioane de dolari sau 105,4% din PIB).

În perioada 2009-2010, Zona Euro a înregistrat o redresare economică temporară, însă neuniformă. Începând cu anul 2013, s-a simțit o creștere economică moderată la nivelul tuturor statelor membre<sup>379</sup>. Economia Zonei Euro este în creștere, dar piața forței de

---

<sup>376</sup> Ibidem, p.63

<sup>377</sup> Ibidem, p.62

<sup>378</sup> European Commission, 2018, *Key indicators for the euro area* [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area_en), accesat la 19.06.2018

<sup>379</sup> BCE, 2017, *Raport anual BCE*, p.63,

[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

muncă este încă uriașă. Politica fiscală se află într-o situație mai delicată, iar consecințele instabilităților politice pot afecta cheltuielile de consum și investițiile în afaceri.

Franța, Spania și Italia, țări ale căror PIB reprezintă jumătate din PIB-ul Zonei Euro trebuie să mențină o poziție fiscală restrictivă. Franța a reușit să-și reducă deficitul bugetar sub 3% din PIB, înregistrând un deficit de 2,6% în anul 2017, conform datelor publicate Consiliul Europei<sup>380</sup>. Spania este singurul dintre cele 24 de state membre care nu a reușit încă să reducă deficitul bugetar sub 3% din PIB-ul Zonei Euro. Italia trebuie să își reducă datoria publică de la 131,8% din PIB<sup>381</sup>. Relaxarea monetară a BCE a contribuit la menținerea ratei de schimb a monedei euro la un nivel care stimulează exporturile în țările care suferă de o cerere internă slabă.

Instabilitățile politice grave din unele țări membre (Spania, Italia) reprezintă o altă problemă, care diferențiază politicile monetare americane de cele europene. Activele și operațiunile FED pe piața monetară nu indică o schimbare de politică monetară. Se observă o creștere a datoriei publice și a deficitelor bugetare.

Anul 2017 a fost un an prielnic Eurosistemului conform raportului anual al BCE deoarece s-a înregistrat o creștere economică de 2,5%. Produsul intern brut din Zona Euro s-a apreciat pe fondul creșterii cheltuielilor de consum și a exporturilor nete<sup>382</sup>. Țările din Zona Euro și-au continuat expansiunea economică începută în anul 2013. În anul 2017, dispersia ratelor de creștere dintre sectoarele economice precum și dintre țările membre s-a situat la cel mai scăzut nivel din 1998 (0,75 în 2017, 1,47 în 1998 conform Raportului anual BCE din 2017).

Zona Euro a înregistrat o creștere trimestrială pozitivă în ultimii 5 ani. Creșterea pentru anul 2017 a fost de 2,3% față de 1,8% cât se înregistra în anul 2016. Observăm o evoluție pozitivă a investițiilor, la nivelul pieței forței de muncă, dar și în cazul

<sup>380</sup> <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2018/06/22/france-s-deficit-below-3-of-gdp-procedure-closed/pdf>, accesat la 18.07.2018

<sup>381</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8824854/2-24042018-AP-EN.pdf/2e4cce59-7d36-4894-b21e-9f2c14b81630>, accesat la 18.07.2018

<sup>382</sup> BCE, 2017, *Raport anual BCE*, p.70,  
[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

consumului, toate aceste sectoare înregistrând un trend ascendent. Există diferențe între statele membre, creșterea fiind una moderată dar stabilă. De exemplu Germania a înregistrat în anul 2017 o creștere a consumului cu 2,1%, fiind cea mai mare creștere din anul 2000 până în prezent. La fel și investițiile sunt în creștere, fiind impulsionate de cerere<sup>383</sup>.

În anul 2017 consumul privat a înregistrat un ritm mediu de creștere de 1,8%, fiind impulsionat de creșterea veniturilor și a numărului persoanelor angajate. Un alt factor care a ajutat la această creștere a fost rata dobânzii, care s-a menținut la valori scăzute. Companiile au înregistrat o majorare a profitului, datorită investițiilor din Zona Euro, a creșterii cererii atât interne cât și externe, precum și datorită nivelului dobânzilor.

În ceea ce privește **situația economică actuală**, Zona Euro urmează un trend ascendent de creștere economică moderată, dar sănătoasă. Aceasta se bazează pe o creștere a investițiilor private dar și a consumului, stimulează creditarea ce va genera la rândul ei o creștere a profitabilității sectorului bancar. În momentul de față creșterea sectorului creditării nu este una excesivă, îngrijorătoare. Sectorul privat și cel corporate sunt și ele în creștere în special datorită reluării creditării, iar perspectivele globale sunt unele favorabile.

Statele Unite au depășit demult această criză economică, însă situația politică actuală este una putin îngrijoratoare. Cu toate că situația din Zona Euro este una stabilă și putem spune că politica monetară produce efectele scontate, BCE continuă să monitorizeze în deaproape riscurile ce pot apărea în ceea ce privește stabilitatea financiară<sup>384</sup>.

Structura UE este total diferită de cea a SUA, fiecare țară membră are o politică economică proprie, motiv pentru care și măsurile luate au trebuit să fie diferite. Datorită fragmentării Uniunii Europene, măsurile adoptate nu au putut fi aplicate în același mod tuturor țărilor membre, rezultatele obținute nefiind asemănătoare cu cele din SUA.

---

<sup>383</sup> FMI, 2018, *Europe Managing the Upswing in Uncertain Times*, p. 15,  
<https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2018/05/14/EURREO0518>, accesat la 01.06.2019

<sup>384</sup> BCE, 2017, *Raport anual BCE*  
[http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018

Ambele bănci centrale au avut aceeași abordare de diminuare a ratei dobanzii, însă BCE a fost mai prudentă și nu la fel de radicală ca și FED. Trebuie să avem în vedere și faptul că obiectivele celor două bănci centrale sunt diferite (BCE - rata inflației sub 2%, FED vizează rate scăzute ale inflației, creșterea ridicată a PIB-ului și rate scăzute ale dobânzilor). Totodată, BCE trebuie să evite fragmentarea pieței financiare din Zona Euro<sup>385</sup>.

Nici una din cele două bănci centrale nu a aplicat sfatul lui Walter Bagehot de a “pedepsi” instituțiile bancare care și-au asumat prea multe riscuri, prin aplicarea unor rate ridicate ale dobânzii. Ambele bănci centrale au aplicat rolul de “creditor de ultimă instanță” prin diminuarea ratelor dobânzii, acceptarea unei game mai largi de garanții precum și prin finanțarea instituțiilor insolvente.

În cazul FED una dintre deciziile importante a fost aceea de a salva inclusiv marii creditori ai companiilor insolvente, nu doar pe acestea. Datorită dimensiunii sistemului bancar paralel din SUA, nu a fost suficientă doar salvarea băncilor comerciale, fiind nevoie de intervenția FED inclusiv pentru a salva marile instituții cu probleme.

La polul opus, guvernul american și FED au identificat cauzele crizei și anume acele credite toxice și au introdus programe de eliminare a acestora, “curățând” piața bancară de aceste active. FED a redus dobânda de bază până aproape de 0%. Programele de redresare economică au vizat stimularea economiei și ajutarea populației de a duce un trai decent.

BCE nu s-a confruntat cu aceleași situații ca în SUA, datorită structurii sale diferite. Acțiunile sale, deși mai timide decât ale FED au ținut unită Zona Euro. Deși structura sistemului finaciar nu cade în sarcina băncilor centrale, această criză a oferit oportunitatea de a reforma din rădăcini sistemul finaciar, însă băncile centrale nu și-au asumat acest rol suplimentar. Cu toate acestea putem spune că acțiunile lor au avut efectul așteptat, salvând UE și SUA de la un colaps finaciar.

---

<sup>385</sup> Oganesyan, G., 2013, *The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, International Institute for Political Economy Working Paper 19.

Zona Euro și-a revenit destul de lent din criza finanțiară, deoarece începând cu 2008 situația economică a fost caracterizată de investiții reduse, un nivel redus al producției, un nivel redus al creditării și o inflație scăzută.

Având în vedere cele analizate până acum, am putea spune că FED a reacționat mai bine decât BCE, lucru care este dovedit și de indicatorii macroeconomici.

Economia SUA și cea din Zona Euro mențin ritmul de creștere și nu cauzează presiuni inflaționiste pe piața muncii. Ambele prevăd o creștere treptată a costurilor de creditare, deși circumstanțele politice și economice sunt extrem de diferite. Acestea se vor reflecta prin creșterea ocupării forței de muncă și prin modificări ale politicilor fiscale.

Mi-am pus întrebarea dacă urmează să ne confruntăm cu o nouă criză economică. Conform Forbes<sup>386</sup> și Bloomberg<sup>387</sup>, SUA se confruntă acum cu o criză generată de creditele acordate studenților în vederea finalizării studiilor. În februarie 2018, FED menționa că o astfel de criză este puțin probabilă având în vedere că guvernul garantează 90% din valoarea acestor credite<sup>388</sup>. Dobânzile sunt încă la un nivel scăzut atât în cazul FED (1,75%-2% iunie 2018), cât și în cazul BCE (0% la operațiunile de refinanțare și 0,25% la facilitate de credit marginală - iunie 2018). Împrumuturile nu au fost reduse, iar datorii sunt în creștere pe fondul dobânzilor scăzute. Probabil că va urma o nouă criză având în vedere că nu au fost eliminate cauzele primare ale crizei declanșate în 2007, însă când anume rămâne o întrebare deschisă.

---

<sup>386</sup> <https://www.forbes.com/sites/zackfriedman/2018/06/13/student-loan-debt-statistics-2018/#23025e4b7310> accesat la 26.08.2018

<sup>387</sup> <https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-27/financial-crisis-is-over-for-housing-but-not-for-student-loans> accesat la 26.08.2018

<sup>388</sup> FED, 2018, Student Loan Debt and Aggregate Consumption Growth,  
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/student-loan-debt-and-aggregate-consumption-growth-20180221.htm> accesat la 20.08.2018

## **CAP.6. CONCLUZII DESPRINSE ÎN URMA CERCETĂRII EFECTUATE**

Criza dintr-un domeniu poate să influențeze negativ funcționarea altor domenii ale vieții sociale, iar în anumite contexte se produce și o înlănțuire a crizelor, fapt care are consecințe deosebit de grave asupra funcționării societății umane. Criza politică și criza economică au cel mai puternic impact social, fiind generatoare de situații dificile pentru cetățeni, datorită consecințelor directe ale acestora asupra celoralte domenii de activitate socială. Am putea spune că economia își are legile ei naturale după care se ghidează și în mijlocul cărora nu se poate interveni decât limitat, asigurându-se un mediu legal și stabil în cadrul căruia aceasta să se poată manifesta.

În urma analizei teoretice efectuate pe parcursul primului capitol, în care am analizat principalele teorii ale ciclului de afaceri și abordările diferitelor școli de gândire economică cu privire la criză, am constatat că subiectul crizelor a fost amplu dezbatut de economistii care l-au studiat, lansându-se în diferite dezbateri și critici la adresa teoriilor economice susținute de fiecare școală de gândire economică în parte. Consider că dintre toate teoriile prezentate teoria austriacă prezintă cea mai complexă viziune asupra ciclul de afaceri deoarece expune ca factor cauzal al ciclurilor masa monetară.

Analizând părerile economistilor cu privire la criză, consider că fiecare dintre ei au avut dreptate într-o oarecare măsură, opiniile lor creând un mediu propice de dezbatere și ajutând la îmbunătățirea concepției despre criză, precum și la stabilirea unor tipologii ale crizelor. Nu sunt de acord cu părerea lui Minsky care consideră că economiile capitaliste sunt sortite eșecului, deoarece fragilitatea sau dorința de maximizarea a profitului sunt caracteristici ale economiilor în general, indiferent de perioada în care ne-am afla.

În urma analizei efectuate consider că o criză poate să apară dacă există diferențe foarte mari la nivelul distribuției veniturilor în societate, aşa cum precizează Jean Charles Léonard de Sismondi. Sunt de acord cu propunerea lui Keynes ca statul să intervină în economie, dar acest lucru trebuie să se întâmpile doar în situații excepționale, când s-au utilizat toate celelalte mijloace de ieșire din criză, deoarece aşa cum menționează teroria austriacă, intervenția statului generează o creștere artificială a masei monetare.

Ca soluții de ieșire din criză, consider că pe termen scurt, soluțiile cele mai potrivite sunt reprezentate de un mix de politici între propunerile lui Keyens și cele ale școlii austriece. Este de preferat să împiedicăm colapsul sistemului finanțier prin acordarea de împrumuturi de ultimă instanță, injecții de capital, susținerea cererii aggregate prin cheltuieli guvernamentale și diminuarea impozitelor. Pe termen lung însă, austriecii au o viziune mai potrivită din punctul meu de vedere. Depășirea crizei trebuie să aibă la bază reducerea nivelului datoriei publice. Este de preferat falimentul băncilor și firmelor insolvente, decât menținerea acestora prin finanțarea statului, deoarece sumele utilizate sunt colectate în final din venitul populației, având un impact important asupra calității vieții.

În partea de început a tezei am analizat perioadele de criză cele mai importante și am ajuns la concluzia că o mare parte din crizele finanțiere au fost generate de modificări ale prețurilor<sup>389</sup> fiind urmate de crizele bancare și o inflație ridicată<sup>390</sup>. Așa cum am vazut în primul capitol al acestei lucrări, criza din perioada 2007-2009 diferă prin amploarea ei de toate celelalte perioade de instabilitate economică, cu excepția Marii Crize Economice, afectând toate economiile, inclusiv cele avansate.

În urma analizei efectuate am identificat un tipar al baloanelor speculative. Acestea sunt generate de o creștere artificială a unui activ, provocată de speculația la nivelul pieței activului respectiv, urmând ca balonul să se spargă, iar prețul activului să revină la valoarea sa inițială. Am văzut că astfel de baloane speculative precum Criza bulbilor de lalea, crizele companiilor South Sea și Mississippi, și criza subprime din Statele Unite s-au declanșat pe fondul creșterii valorii unui activ, care a fost diferit de fiecare dată: mai întâi bulbii de lalea, apoi valoarea acțiunilor, iar în anul 2007 prețul activelor imobiliare.

Multe crize urmează același tipar. Marea Criză Economică a fost cea mai complicată dintre toate de până acum, cu falimente răsunătoare, având ecou în plan global. Ultima

---

<sup>389</sup> Bordo M. & all, 2000, *Inflation shocks and financial distress: an historical analysis*, Working Paper Series, 2000-005A, Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>390</sup> Calomiris, C., Gorton G, 1991, *The origins of banking panics, models, facts, and bank regulation in Financial markets and financial crises*, R.G. Hubbard (ed.), University of Chicago Press: Chicago

criză globală a arătat incapacitatea instituțiilor de reglementare și supraveghere de a se adapta la realitățile pieței, responsabilizând marile bănci centrale precum BCE și FED în a-și consolida reglementările.

Deoarece criza care a debutat în 2007 a avut represansiuni globale, am considerat necesar să realizez o analiză comparativă între Marea Criză Economică și criza din 2007-2009, observând asemănările și deosebirile dintre acestea. Ambele crize pot fi încadrate în intervalul Ciclului Juglar de 7-11 ani. În urma analizei efectuate consider că ambele crize au pornit de la factori monetari, cauza primară a acestora fiind contracția masei monetare în timpul Marii Crize și rata dobânzii în cazul crizei din perioada 2007-2009. Evoluția celor mai importanți indicatori economici a fost similară pe parcursul ambelor perioade analizate, observându-se o diminuare a PIB-ului, datorită scăderii volumului investițiilor și al consumului. Rata șomajului a înregistrat creștere, în timp ce inflația s-a diminuat ajungând aproape de 0% sau înregistrând valori negative. Sunt de părere că FED nu a repetat greșelile din timpul Marii Crize, aplicând după falimentul Lehman Brothers măsurile sugerate de Keynes în anii 1930.

Cercetarea referitoare la evoluția mediului economic din Uniunea Europeană de la momentul adoptării monedei unice euro și până la declanșarea crizei ne-a reliefat faptul că UE și Zona Euro au trecut prin diverse etape. Perioada 1999-2000 a fost o perioadă de acomodare în care s-au simțit presiunile crizei din Asia. Perioada 2001-2003 marchează o evoluție pozitivă, dar redusă a economiei, urmând ca perioada până la declanșarea crizei să fie caracterizată de o creștere economică mai accelerată. Cu toate acestea, semnalele analizei economice și monetare au transmis neliniște datorită nivelului scăzut înregistrat de ratele dobânzilor.

În ultima parte a tezei m-am axat pe prezentarea reacției BCE și FED la criza din perioada 2007-2009. Pe parcursul acestei etape am analizat și am tratat atât asemănările cât și deosebirile caracteristicilor celor două bănci, precum și măsurile întreprinse de acestea în vederea diminuării efectelor negative și a combaterii crizei. O dată cu debutul crizei, ambele bănci centrale s-au folosit mai întâi de instrumentele tradiționale de politică monetară de care dispuneau pentru a contracara criza.

Conștientizând că măsura de diminuare a ratei dobânzii este una limitată, au adoptat o

nouă strategie și anume aceea de a introduce și aplica instrumentele neconvenționale de politică monetară. Principalul rol al acestora a fost de a menține un nivel optim și totodată stabil al ratei dobânzilor pe termen lung, conform obiectivului băncii centrale, cu scopul de a stimula investițiile. Încă de la început acestea au fost gândite ca fiind niște măsuri temporare și complementare ratei dobânzii, scopul final al acestora fiind de a menține stabilitatea prețurilor. Măsurile neconvenționale au fost eliminate pe măsură ce situația economică s-a îmbunătățit atât în SUA cât și în UE.

Atât FED cât și BCE s-au abătut mult de la rolul tradițional de “creditor de ultimă instanță” datorită noii structuri a sistemului finanțier. A fost nevoie de adoptarea unor noi măsuri și introducerea în piață a unor instrumente financiare neutilizate până în acel moment. Putem spune că au avut reacții similare, însă rezultatul nu a fost același, aşa cum am arătat pe parcursul cercetării. Am identificat totodată noile acțiuni întreprinse de “creditorul de ultimă instanță”: diminuarea ratelor dobânzii, furnizarea de lichiditate, relaxarea eligibilității garanțiilor, relaxarea cantitativă, politica monetară expansionistă, crearea unor instrumente monetare specifice pentru a sprijini piețele cu probleme.

În acest sens, în perioada 2008-2012 BCE a extins măsurile tradiționale și a introdus o serie de măsuri neconvenționale de politică monetară. În această perioadă BCE a hotărât să sprijine băncile oferind lichidități sistemului bancar și neaplicând inițial relaxarea cantitativă precum FED. Înțelegem această măsură de precauție deoarece în UE, respectiv Zona Euro este predominant sectorul bancar, comparativ cu SUA unde finanțarea se obține în principal de pe piața de capital. BCE a Mizat mai mult pe modificarea politicii de creditare, rolul acestor măsuri fiind de a evita falimentele bancare, care ar fi avut efect asupra stabilității prețurilor.

Cu toate acestea și BCE a aplicat măsuri de relaxare cantitativă începând cu luna martie a anului 2015, aceasta lansându-se într-un amplu program de achiziționare de active. Acest program a continuat și în 2016, respectiv 2017, programul fiind activ și în prezent.

Și FED a utilizat inițial pârghiile tradiționale de care dispunea, diminuând ratele dobânzilor și injectând lichiditate în piață. Fiind proactivă, FED a observat ineficiența măsurilor clasice și a pus la dispoziția băncilor licitațiile la termen (programul TAF) și

linii de swap valutar pentru 14 țări. În vederea menținerii lichidității în piață, FED a trecut la o abordare mai agresivă și anume la implementarea măsurilor neconvenționale. Ca primă direcție abordată a fost aceea de a preveni falimentul Bear Stearns și AIG. A doua direcție s-a orientat spre implementarea unor noi mecanisme de refinanțare care să asigure lichiditatea băncilor prin introducerea unor facilități speciale.

FED a utilizat măsuri de relaxare cantitativă care au avut ca scop extinderea operațiunilor open market și susținerea pieței ipotecare, acestea având ca efect o creștere importantă a volumului activelor balanței de plăți. Astfel FED a devenit mai degrabă „un cumpărător” decât un „creditor de ultimă instanță”, folosindu-se de activele sale pentru stimularea economiei.

Aplicarea diferențiată a măsurilor de politică monetară de către BCE și FED sunt datorate cu preponderență diferențelor din cadrul instituțional și percepției cu care fiecare bancă evaluează riscul. În Zona Euro, BCE a încercat să corecteze cele mai afectate componente ale mecanismului de transmisie monetară. Strategia aplicată în SUA a fost de a estompa limita dintre politica monetară și politicile fiscale și financiare, pe când în Zona Euro o astfel de strategie ar putea pune în pericol independența autorității monetare.

La capitolul transparență FED a depășit BCE, transmitând mai exact, ca volum și durată, informațiile referitoare la programele întreprinse în vederea contracărării crizei. BCE a înțeles ulterior impactul acestui instrument asupra încrederii publicului în banca centrală, îmbunătățind comunicarea strategiilor de politică monetară și a măsurilor întreprinse.

Observând importanța tot mai mare care se acordă sectorului bancar paralel, am considerat necesar să realizez o analiză comparativă a acestui sector bancar „din umbră” în SUA și Zona Euro. Am constat că acesta are o pondere mai mare în Statele Unite, tocmai datorită faptului că SUA se finanțează în special de pe piața de capital.

Partea practică a continuat cu analiza evoluției indicatorilor macroeconomici din Statele Unite și Zona Euro, calculați pe baza informațiilor obținute prin intermediul bazelor de date statistice oficiale. Acești indicatori sunt utilizați pentru a evalua economia în

ansamblu ei și pentru a trage semnale de alarmă când evoluțiile anumitor indicatori care influențează creșterea economică transmit semnale negative pieței. Cei mai importanți indicatorii analizați au fost: PIB-ul, rata dobânzii, rata inflației, datoria publică, importurile, exporturile, rata șomajului, evoluția activelor BCE și FED, rezervele în exces și nu numai.

Produsul Intern Brut este cel mai reprezentativ indicator macroeconomic utilizat atât la nivel național, pentru a caracteriza situația economică a unei țări cât și la nivel regional, sau internațional, pentru a realiza o comparație între țări. Economia Statelor Unite a depășit nivelul PIB-ului dinainte de criză începând cu anul 2011, pe când în Zona Euro (per ansamblu) acest lucru s-a realizat abea începând cu anul 2017, deși au fost unele state membre care reușiseră această performanță încă din anul 2015.

În timp ce BCE s-a concentrat mai mult pe menținerea stabilității prețului, FED s-a axat și pe menținerea ratei șomajului la un nivel cât mai scăzut urmărind un grad maxim de ocupare al forței de muncă, având în vedere că obiectivele sale sunt multiple. Acțiunile întreprinse de cele două bănci centrale au fost diferite datorită structurii sistemului finanțier din SUA și Zona Euro. În timp ce FED a fost nevoită să susțină pe lângă băncile comerciale și marile companii financiare, BCE și-a îndreptat acțiunile în special asupra băncilor comerciale.

Moneda euro a funcționat ca un scut eficient pentru a favoriza menținerea creșterii economice în Zona Euro. *“Euro a fost un scut crucial împotriva crizei, chiar și pentru țările ce nu aparțin Zonei Euro. Însă nu este suficient să atenuăm dezechilibrele interne și externe. Zona Euro și Eurogrup trebuie să facă un efort suplimentar pentru a privi politicile economice și bugetare ca pe un subiect comun”*<sup>391</sup>. Moneda euro a fost cea care a protejat statele Zonei Euro de turbulențele ce au avut loc pe piețele valutate în perioada crizei.

Pentru a înregistra creștere economică și în special o creștere a nivelului de trai,

---

391

[http://standard.money.ro/articol\\_107833/almunia\\_euro\\_a\\_fost\\_un\\_scut\\_eficient\\_impotriva\\_riscurilor\\_de\\_agravare\\_a\\_crizei.html](http://standard.money.ro/articol_107833/almunia_euro_a_fost_un_scut_eficient_impotriva_riscurilor_de_agravare_a_crizei.html) accesat la 25.06.2018

economiile trebuie să se integreze în economia globală. Ea poate să aducă, pe lângă creșterea volumului și vitezei capitalurilor internaționale și riscul unor crize financiare. Pe plan internațional criza financiară a condus la creșterea costului capitalului și lipsa de încredere în sistemul finanțier. Criza globală s-a materializat prin scăderea PIB-ului la nivel global, diminuarea veniturilor și falimente răsunatoare pe piața internațională, precum cele ale companiilor “too big to fail”.

Criza economică și socială analizată a generat mișcări sociale, atât în SUA cât și în statele membre ale Zonei Euro și UE, apărând revolte în Grecia, Spania dar și în Marea Britanie. În ciuda faptului că măsurile de austерitate au fost principalul factor declanșator al protestelor s-a atras atenția asupra faptului că există o ruptură între clasa politică și populație, măsurile de austерitate și revoltele demonstруând acest lucru.

Criza a subliniat vulnerabilitatea unora dintre țările membre ale Uniunii, care nu au observat la timp unele dezechilibre macroeconomice care riscă să se accentueze dacă procesul de consolidare al finanțelor publice nu este luat în serios, dacă reforma supravegherii financiare europene nu este realizată la timp și dacă măsurile de coordonare a politicilor economice se dovedesc a fi ineficiente.

Că o concluzie a celor prezentate în această teză putem spune că atât obiectivele cât și politicile și instrumentele cu care cele două băncile centrale au răspuns la criza din perioada 2007-2009 au atât caracteristici similare cât și diferite. Un prim argument pentru acest lucru este faptul că SUA și UE au trecut prin faze diferite ale ciclului economic care au diferit în timp, criza declanșându-se în SUA și de acolo contagiind Zona Euro. Ambele bănci centrale s-au axat în prima fază pe necesitatea furnizării de lichiditate în piață, în vederea consolidării încrederii băncilor din sistem, iar ulterior, când această măsură și-a arătat limitele, s-au axat pe măsuri neconvenționale de politică monetară. Reacția FED a fost una mai agresivă, comparativ cu cea a BCE, care deși a acționat „mai timid” și-a îndeplinit scopul de a menține o Europă unită.

Așa cum s-a demonstrat în analiza indicatorilor din capitolul precedent, SUA și-a revenit din această criză mai rapid decât statele membre ale Zonei Euro. Acest lucru este specificat și de Ben Bernanke sau Furman. Totuși, dacă facem o comparație cu Mare Criză Economică din 1929, recuperarea a fost mai lentă, fiind nevoie de 15

trimestre în cazul PIB-ului și 25 de trimestre în cazul ratei ocupării forței de muncă în vederea revenirii economiei SUA la valorile dinainte de criză.

Economia SUA și cea din Zona Euro mențin ritmul de creștere și nu cauzează presiuni inflaționiste pe piața muncii. Ambele prevăd o creștere treptată a costurilor de creditare, deși circumstanțele politice și economice sunt extrem de diferite. Acestea se vor reflecta prin creșterea ocupării forței de muncă și prin modificări ale politicilor fiscale.

La nivelul UE este nevoie de mecanisme de control mai stricte ale bugetelor statelor Uniunii la nivelul Comisiei Europene. Totodată este recomandabilă reformarea Sistemului European de Supraveghere Financiară, precum și o reglementare mai strictă a creditului. Evitarea dezechilibrelor macroeconomice, o creștere sustenabilă precum și reformarea agențiilor de rating al creditelor, ar ajuta toate statele să aibă o economie mai sănătoasă.

Această perioadă trebuie privită și ca o oportunitate pentru a redefini economia și a reforma finanțele publice. Perioada crizei economice s-a încheiat și a început o nouă etapă a transformării globale pentru redefinirea relațiilor politice și economice dintre țări, dar și pentru a restabili prioritățile politicii generale de reducere a instabilității financiare. Noul cadrul macroeconomic subliniază importanța reglementării clare și adecvate, ca principală condiție în vederea menținerii stabilității financiare. Trebuie să avem în vedere și legătura consolidată dintre stabilitatea financiară și politicile macroeconomice, în special politica monetară, pentru a o susține.

În realizarea cercetării am încercat să răspund întrebărilor formulate la începutul acestei teze într-o manieră exhaustivă, neavând însă pretenția de a rezolva problemele care vizează acest domeniu vast al crizelor economice.

Tematica crizelor economice și a reacției băncilor centrale la aceste crize este una extrem de complexă și vastă totodată. Având în vedere că domeniul de cercetare este unul foarte amplu, este imposibil de acoperit în întregime în prezenta teză de doctorat. În urma consultării surselor bibliografice mi-am oprit atenția asupra aspectelor pe care le-am considerat cele mai relevante pentru subiectul prezentei teze. Literatura de specialitate m-a ajutat să formulez anumite idei care au fost inserate în această teză.

Prezentul demers științific își are propriile limitări, drept pentru care propun câteva direcții în vederea unei cercetări ulterioare, fără a avea pretenția că am reușit să acopăr toate limitele prezentei cercetări și perspectivele unei cercetări viitoare:

- extinderea analizei efectuate în prezenta teză și asupra reacției altor bănci centrale precum Banca Angliei, Banca Japoniei pentru a studia evoluția mediului economic din statele respective;
- extinderea analizei efectuate asupra mediului economic din statele membre ale Zonei Euro, individual pentru a observa evoluția fiecărei țări în parte;
- continuarea analizei începute asupra sistemului bancar din umbră, având în vedere că la momentul finalizării cercetării ultimele date disponibile erau din anul 2016;
- dezvoltarea cercetării științifice în domeniul criptomonedelor și al rolului lor în generarea unei noi crize economice;
- analizarea posibilității unei reformulări a Sistemului European de Supraveghere Financiară;
- analiza posibilității reformării agenților de rating;
- identificarea posibilității aplicării unei reglementări mai stricte în ceea ce privește politica de creditare;
- identificarea unor soluții noi de ieșire din criză.

## **REFERINȚE BIBLIOGRAFICE**

### **CĂRȚI DE SPECIALITATE**

1. Badescu, I., 2009, *Despre criză în lumina teoriei succesiunii coexistente*, Ed. Centrului de informare și documentare economică, București
2. Bagehot, W., 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Hyperion Press, INC. Westport, Connecticut, <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/baglom62.pdf> accesat la 02.05.2018
3. Bagus, P., 2011, *The Fed and the ECB: Two Paths, One Goal*, <https://mises.org/library/fed-and-ecb-two-paths-one-goal> accesat la 22.08.2018
4. Baldwin, R., Giavazzi, F., 2015, *The Eurozone Crisis a Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, A VoxEU.org eBook, CEPR Pres, London [https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot\\_upload\\_0.pdf](https://voxeu.org/sites/default/files/file/reboot_upload_0.pdf) accesat la 20.05.2018
5. Bernanke, B., 2015: *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, Norton, <http://oceanofpdf.com/pdf-epub-the-courage-to-act-a-memoir-of-a-crisis-and-its-aftermath-download/>, accesat la 17.07.2018
6. Basno, V.& Dardac, N., 2008, *Management Bancar*, Editura Economica, Bucuresti,
7. Basno, V., Dardac, 2001, *Integrarea monetar bancară europeană*, Editura Didactică și Pedagogică, București
8. Berca, A., 2010, *Crizele econoice si ciclicitatea lor*, Ed. Semanatorul
9. Bordo, M., Wheelock, D., 1998, *Price stability and financial stability: The historical record*, Fed of St. Louis Review
10. Burns, A., 1969, *The Business Cycle in a Changing World*, <http://www.nber.org/chapters/c1174.pdf> , accesat la 20.07.2018
11. Calomiris, C., Gorton G, 1991, *The origins of banking panics, models, facts, and bank regulation* in Financial markets and financial crises, R.G. Hubbard (ed.), University of Chicago Press: Chicago
12. Cerna, S& all.,2008, *Stabilitatea Financiară*, Editura Universității de Vest, Timișoara
13. Cerna, S., 2014, *Politica Monetară*, Editura Academiei Române, București
14. Cini, M., 2007, *European Union Politics*. 2nd edition., Oxford University Press, New York
15. Coroiu, S., 2015, *Politica monetară neconvențională*, Editura ASE, București
16. Cox, J., 2007, *The Concise Guide to Economics*, The Ludwig von Mises Institute, Alabama, [https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics\\_3.pdf?file=1&type=document](https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Concise%20Guide%20To%20Economics_3.pdf?file=1&type=document) accesat la 15.06.2018
17. De Grauwe, P, 2016, *Economics of Monetary Union*. Chapter 8: The European Central Bank, Oxford University Press [https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW\\_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs\\_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab.0.0.0....0.0KUSgWRGIBE](https://www.google.ro/search?biw=1239&bih=536&ei=7q9HW_n0IYnUwALNvbVw&q=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&oq=Economics+of+Monetary+Union+11e+chapter+8+ppt&gs_l=psy-ab.3...11872.14559.0.15039.10.10.0.0.0.149.1005.6j4.10.0....0...1c.1.64.psy-ab.0.0.0....0.0KUSgWRGIBE) accesat la 01.04.2018
18. Dragos, D.C., 2005, *Uniunea Europeană. Institutii. Mecanismele*, Editura All Beck, Bucuresti
19. Ebeling, R., 1978, The austrian theory of the trade cycle and other essays, Ludwig von Mises Institute, <https://mises->

[media.s3.amazonaws.com/The%20Austrian%20Theory%20of%20the%20Trade%20Cycle%20and%20Other%20Essays\\_3.pdf](media.s3.amazonaws.com/The%20Austrian%20Theory%20of%20the%20Trade%20Cycle%20and%20Other%20Essays_3.pdf) accesat la 07.08.2018

20. Friedman, M& Schwartz, A., 1963, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, National Bureau of Economic Research, Princeton University Press,  
[https://books.google.ro/books?id=Q7J\\_EUM3RfoC&printsec=frontcover&dq=A+Monetary+History+of+the+United+States+1867-1960&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwio5ZqP3LjcAhVBBywKHbqVCpsQ6AEIJjAA#v=onepage&q=A%20Monetary%20History%20of%20the%20United%20States%201867-1960&f=false](https://books.google.ro/books?id=Q7J_EUM3RfoC&printsec=frontcover&dq=A+Monetary+History+of+the+United+States+1867-1960&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwio5ZqP3LjcAhVBBywKHbqVCpsQ6AEIJjAA#v=onepage&q=A%20Monetary%20History%20of%20the%20United%20States%201867-1960&f=false)  
accesat la 24.07.2018
21. French, D.E., 1992, *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, First edition, Ludwig von Mises Institute, [www.mises.org](http://www.mises.org)
22. Galbraith, J.K., 1979, *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Co., Boston, pp. 206 Apud Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București
23. Garber, P., 2000, *Famous First Bubbles*, The MIT Press, London, England,  
<https://www.uv.mx/personal/clelanda/files/2013/02/Garber-2000-Famous-first-bubbles.pdf> ,  
accesat la 23.07.2018
24. Greenspan, Allan, *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York, 2007
25. Godin, R., Klingemann, H., 2005, *Manual de știință politică*, Ed. Polirom
26. Golea, P., 2010, *Macroeconomie*, <https://vdocuments.mx/c-1-121-macroeconomie-golea-pompiliu.html> accesat la 28.06.2018
27. Gramlich, E., 2007, *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, The Urban Institute Press, Washington D.C.
28. Hayek, F., 2008, *Prices and Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama,  
<http://www.hayek.sk/wp-content/uploads/2012/12/hayekcollection.pdf> accesat la 24.07.2018
29. Hetzel, R.L., 2012, *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?* (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press.  
doi:10.1017/CBO9780511997563,  
<http://ebooks.cambridge.org/ebook.jsf?bid=CBO9780511997563> , accesat la 20.07. 2017
30. Houston W., 1995, *Riding the Business Cycle*, Little, Brown and Company, UK
31. Howarth, D., Loedel P., 2005, *The European Central Bank*, The New European Leviathan, Editura Palgrave Macmillan
32. Huerta de Soto, J., 2010, *Moneda, creditul bancar și ciclurile economice*, Ed. Univ. Alexandru Ioan Cuza, Iasi
33. Isărescu, M., 2006, *Reflecții economice. Piețe, bani, bănci, București*, Ed. Expert
34. Juglar C., 1889, *Des crises commerciales et de leur retour periodique en France*, en Angleterre et aux Etats-Unis, Ediția II, Librarie Guillaumin, Paris,  
[https://ia800202.us.archive.org/3/items/sc\\_0000980533\\_0000000672529/sc\\_0000980533\\_00000672529.pdf](https://ia800202.us.archive.org/3/items/sc_0000980533_0000000672529/sc_0000980533_00000672529.pdf) accesat la 21.07.2018
35. Keynes, J.M., 2009, *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobanzii și a banilor*, Ed. Publica, Bucuresti
36. Kindleberger, C., Aliber, R., 2005, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises* Ediția V, <http://www.untag->

[smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf](http://smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf) accesat la 24.07.2018

37. Kindleberger, C. P., 1973, *The World Depression 1929-1939*, University of California Press, p. 292, Apud Kindleberger, C., Aliber, R., 2005, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises* Ediția V, [http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf](http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Manias,%20panics,%20and%20crashes%20a%20history%20of%20financial%20crises.pdf) accesat la 24.07.2018
38. Krugman, P., 2009, *Intoarcerea economiei declinului și criza din 2008*, Ed. Publica, București
39. Mackay, C., 2008, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, republished in 2008 de EBook, <http://www.gutenberg.org/files/24518/24518-h/24518-h.htm> accesat la 10.06.2018
40. McDonald, L., Robinson, P., 2009, *A colossal failure of common sense. The inside story of the collapse of Lehman Brothers*, Crown Business
41. McLean, B., 2015, *Shaky Ground: The Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants*, Columbia Global Reports, New York
42. Mecu, C., Enache, C., 2007, *Economie Politică*, Editura România de Maine, București, <https://se-b.spiruharet.ro/images/secretariat/2015-2016/mk-2015se/Macroeconomie.pdf> accesat la 20.07.2018
43. Mill, J.S., 1909, *Principles of Political Economy*, D. Appleton And Company, New York, <https://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/Mill.%20Principles%20of%20Political%20Economy.pdf> accesat la 22.06.2018
44. Mises, 2006, *The Causes of the Economic Crisis, and Other Essays Before and After the Great Depression*, Ludwig von Mises Institute
45. Mises, L., 2009, *Economia în șapte lecții. Gânduri pentru cei de azi și cei de maine*, Institutul Ludwig von Mises România
46. Mishkin, F. S., 1991, *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective, Financial Markets and Financial Crises*, R. Glenn Hubbard, ed., University of Chicago Press, <http://www.nber.org/chapters/c11483.pdf> accesat la 02.03.2016
47. Minsky, P.H. & all, 1996, *Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy*, Working Paper No. 126, Paper prepared for the International J. A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp126.pdf> , accesat la 21.07.2018
48. Mitchell, W., Burns, A., 1946, *Measuring Business Cycles*, NBER, p. 3, Volume URL: <http://www.nber.org/books/burn46-1> , Chapter URL URL <http://www.nber.org/chapters/c2980.pdf> accesat la 21.07.2018
49. Murgu, N & all, 1982, *In zgomotul bursei*, Ed. Albatros, Bucuresti
50. Murphy, A., 2007, *John Law: Economic Theorist and Policy Maker*, Clarendon Press, Oxford
51. Piazzolo, M., 2014, *Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity?*, Acta Polytechnica Hungarica, Vol11, No2, [http://epa.oszk.hu/02400/02461/00048/pdf/EPA02461\\_acta\\_polytechnica\\_hungarica\\_2014\\_02\\_05.pdf](http://epa.oszk.hu/02400/02461/00048/pdf/EPA02461_acta_polytechnica_hungarica_2014_02_05.pdf) , accesat la 15.07.2018
52. Popescu, D., 2000, *Economie politică*, Ed. Alma Mater, Bucuresti
53. Popescu, D. I, 2016, *Criza finanțiară și politică monetară a Băncii Centrale Europene*, Colecția Biblioteca Economică, vol 438-439, [http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii\\_online/438-439%20Probleme%20-%20DragosIonPopescu%20-%20Criza%20financiara.pdf](http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii_online/438-439%20Probleme%20-%20DragosIonPopescu%20-%20Criza%20financiara.pdf) accesat la

11.05.2018

54. Popescu, Gh., 2004, *Evoluția gândirii economice*, Ediția a III-a revăzută, adăugită și actualizată, Editura Academiei Române, Editura Cartimpex Cluj
55. Reinhart, C. & Rogoff, K., 2008, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*
56. Rothbard, Murray, 1963, *America's Great Depression*. Los Angeles, Nash, pp. 58
57. Rothbard, M., 1994, *The Case Against the FED*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, [https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed\\_2.pdf](https://mises.org/sites/default/files/The%20Case%20Against%20the%20Fed_2.pdf) accesat la 24.07.2018
58. Rothbard, M., 2000, *America's Great Depression*, Ludwig von Mises Institute
59. Rothbard, M., 2009, *The Origins of the Federal Reserve*, Ludwig von Mises Institute [https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Origins%20of%20the%20Federal%20Reserve\\_2.pdf?file=1&type=document](https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Origins%20of%20the%20Federal%20Reserve_2.pdf?file=1&type=document) accesat la 09.08.2018
60. Roubini, N. & Mihm, S., 2010, *Economia crizelor. Curs fulger despre viitorul finanțelor*, Ed. Publica, București
61. Rovinaru, F., 2013, *Economistul G.N. Leon - Interferențe Teoretice și Practice*, Ed. Presa Universitară Clujeană, Cluj-Napoca
62. Samuelson P. A., 1995, Nordhans W., *Economics*, Ed. McGraw-Hill, Inc., New York
63. Schumpeter, J. A., 2003, *Capitalism, Socialism, Democracy*, Ed. Routledge, Taylor & Francis e-Library
64. Sismondi, J.C.L., *Nouveaux principes d'économie politique: Ou de la Richesse dans ses Rapports avec la Population*. Translated and annotated by: John S. Verteagel, <http://booksbyismondi.com/wp-content/books/nouveaux-principes-d-economie-politique-ingles-1y2.pdf>, accesat la 26.06.2018
65. Smith, A., 2007, *An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Metalibri, Amsterdam, [https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA\\_WealthNations\\_p.pdf](https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf) accesat la 26.08.2018
66. Soros, G, 2002, *Despre Globalizare*, Ed. Polirom, Iași
67. Sorkin, A.R., 2010, *Too big to fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System--and Themselves*, Penguin books
68. Stiglitz, J.E., 2010, *Frefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Norton Publishing, New York
69. Svensson, L., 1999, *Monetary Policy Issues for the Eurosystem*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 51
70. Schwartz, A., 1995, *Why financial stability depends on price stability*, Economic Affairs, Volume 15, Issue 4
71. Taleb, N., 2008, *Lebăda neagră. Impactul foarte puțin probabilului*, Ed. Curtea Veche, București
72. Thornton, M., 2018, *The Skyscraper Curse and How Austrian Economists Predicted Every Major Economic Crisis of the Last Century*, <https://mises.org/system/tdf/The%20Skyscraper%20Curse.pdf?file=1&type=document> accesat la 22.08.2018
73. Voinea, G., 2004, *Mecanisme și tehnici valutare internaționale*, Editura Sedcom Libris, Iasi
74. Wallerstein, E., 1993, *Sistemul mondial modern*, vol. III, Editura Meridiane, București

75. Zarnowitz, V., 1992, *Theory, History, Indicators, and Forecasting*, University of Chicago Press, volume <http://www.nber.org/books/zarn92-1> , chapter <http://www.nber.org/chapters/c10379.pdf> , accesat la 21.07.2018

## **ARTICOLE PUBLICATE ÎN JURNALE/ REVISTE DE SPECIALITATE SAU VOLUME ALE CONFERINȚELOR NAȚIONALE ȘI INTERNATIONALE**

1. Beyer, A. & all, 2017, *Foreword – The Crisis, Ten Years After: Lessons Learnt for Monetary and Financial Research*, Economie Et Statistique / Economics And Statistics N° 494-495-496, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis\\_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2) accesat la 20.07.2018
2. Bernanke, B., 2006, *Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective*, Discurs susținut la Conferința BCE, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20061110a.htm> accesat la 13.07.2018
3. Bernanke, B., 2011, *Statement by Ben S. Bernanke Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Joint Economic Committee*, U.S. Congress
4. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20111004a.pdf> accesat la 01.07.2018
5. Bindseil U., König P. J., 2011, *The Economics of TARGET2 balances*, SFB Discussion Paper, Series 649, No. 2011-035
6. Blinder, A., 2012, *Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis*, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 229, September
7. Bianco, K.&all, 2008, *The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown*, <https://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf> accesat la 9.03.2018
8. Bonta, L., 2012, *The current economic crisis. Measures and solutions*, Revista Economică, No.1/2012, Journal of economic-financial theory and practice, <http://economice.ulbsibiu.ro/revista.economica/archive/suplimente/Volume1-2012.pdf> accesat la 20.05.2018
9. Bonta, L., 2015, *The ECB response to the financial crisis. Monetary policy instruments used by the ECB*, International Economic Conference of Sibiu, Vol. economic prospects in the context of growing global and regional interdependencies
10. Bonta, L., 2018, *A Comparative Analysis of FED and ECB Reactions to the Global Financial Crisis*, International Economic Conference of Sibiu, Volumul Conferinței Internaționale PIGE 2018 – în curs de publicare
11. Bonta, L., 2018, *Federal Reserve Response to the 2007 Financial Crisis. Monetary policy instruments*, Ovidius University Annals Economic Sciences Series, Volume Xviii Issue 1, <http://stec.univ-ovidius.ro/html/anale/RO/wp-content/uploads/2018/08/Full-Vol.-XVIII-Issue-1.pdf> accesat la 28.08.2018
12. Bordo, M, 1989, *Money, History, and International Finance: Essays in Honor of Anna J. Schwartz*, University of Chicago Press, p. 19 <http://www.nber.org/chapters/c6734.pdf> , accesat la 21.07.2018
13. Bordo M. & all, 2000. *Inflation shocks and financial distress: an historical analysis*, Working Paper Series, 2000-005A, Federal Reserve Bank of St. Louis

14. Calomiris, D., 1993, Financial Factors in the Great Depression, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, No. 2 (Spring, 1993), pp. 61-85, [https://www.jstor.org/stable/2138200?read-now=1&loggedin=true&seq=6#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2138200?read-now=1&loggedin=true&seq=6#page_scan_tab_contents) accesat la 20.08.2018
15. Dadak, Casimir. 2011, *Political Economy of the Euro Area Crisis*, Panoeconomicus, 58(5), <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2011/1452-595X1105593D.pdf> accesat la 20.07.2018
16. Cecchetti, S., 2013, *Central bank independence – a path less clear*; Mexico City, <http://www.bis.org/speeches/sp131014.pdf> accesat la 10.05.2017
17. Cerna, S., 2014, *Criza și redefinirea rolului băncilor centrale*, [https://www.researchgate.net/publication/269930458\\_CRIZA\\_SI\\_REDEFINIREA\\_ROLULUI\\_B\\_ANCIILOR\\_CENTRALE\\_Text\\_final](https://www.researchgate.net/publication/269930458_CRIZA_SI_REDEFINIREA_ROLULUI_B_ANCIILOR_CENTRALE_Text_final), accesat la 02.06.2018
18. Cerna, S., 2015, *Noua politică monetară a BCE*, <https://www.researchgate.net/publication/278300716> accesat la 23.07.2018
19. Ciccarelli, M & Osbat, C., 2017, *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, ECB, Occasional Paper Series No 181
20. Crawford, C., 2011, *The Repeal of the Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis*, Journal of Business & Economics Research, Volume 9, Number 1, <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf>, accesat la 04.07.2018
21. Croitoru, L., 2013, *Capcana lichidității, relaxări cantitative, democrație și independența băncii centrale*, <http://www.bnro.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=8160> accesat la 02.06.2018
22. Danilă, N., 2012, *Rolul băncilor centrale în creșterea economică*, <http://www.bnro.ro/Rolul-bancilor-centrale-in-cresterea-economica-8492.aspx#top>, accesat la 04.06.2018
23. De Grauwe, P., 2006, *What have we learnt about monetary integration since the Maastricht Treaty?*, Journal of Common Market Studies
24. De Grauwe, P., 2010, *Crisis in the eurozone and how to deal with it*, Center fore european policy studies, No. 204/February 2010
25. De Grauwe, P., 2011, *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?* Center for Economic Studies Ifo Institute Working Paper 3569, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp3569.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3569.pdf), accesat la 15.07.2018
26. De Grauwe, P., 2012, *Economic And Monetary Union In Europe*, [https://www.researchgate.net/.../234146740\\_The\\_Political\\_Economy\\_of\\_the\\_Euro](https://www.researchgate.net/.../234146740_The_Political_Economy_of_the_Euro), accesat la 02.04.2018
27. De Grauwe, P., 2013, *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, LEQS Paper No. 57/2013
28. Deutsche Bundesbank, 2016, The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/.../2016\\_06\\_macroeconomic.pdf](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/.../2016_06_macroeconomic.pdf) accesat la 26.07.2018
29. Dinu, M., 2012, *Transformarea economică a Uniunii Europene în contextul ciclurilor Kondratieff*, p.29, [http://www.dinumarin.ro/pdf/articole/8/4\\_dinu.pdf](http://www.dinumarin.ro/pdf/articole/8/4_dinu.pdf), accesat la 22.07.2018
30. Dinu, M., 2010, *Criza ca oportunitate de schimbare*, BNR, <http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjv4rb7mLLcAhXBdp0KHSmRC0kQFggpMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro.ro%2FDocumentInformati on.aspx%3FidDocument%3D9635%26directLink%3D1&usg=AOvVaw39a13ev39yVBTCc1cWL0NI>, accesat la 20.07.2018
31. Dinu, M., 2010, *Criza ca oportunitate de schimb*, [http://www.bnro.ro/Prezentări-si-interviuri--1332.aspx?fld\\_menu\\_name=Marin%20Dinu](http://www.bnro.ro/Prezentări-si-interviuri--1332.aspx?fld_menu_name=Marin%20Dinu) articol)
32. Doroftei, I., 2013, *Central Bank's (Federal Reserve System, European Central Bank) role in the current financial and economic crisis*, [http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic\\_view/196438?pn=opac%2FAdvancedsearch&q=al1\\_titles%3Acriza+economica#multimediaArea](http://opac.biblioteca.ase.ro/opac/bibliographic_view/196438?pn=opac%2FAdvancedsearch&q=al1_titles%3Acriza+economica#multimediaArea), (Baza de date Emerald) accesat la 27.07.2018
33. Dudley, William C., 2016, *The Role of the Federal Reserve—Lessons from Financial Crises*, FED New York speech, <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2016/dud160331>, accesat la 08.05.2018

34. Easterling, S., 2003, *Marx's theory of economic crisis*, International Socialist Review, nr.32, Nov.-Dec
35. Eichengreen, B., & all, 2011, *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/Rethinking-Central-Banking.pdf>, accesat la 03.07.2018
36. Ernst, E., Stockhammer, E., 2008, *Macroeconomic Regimes Business Cycle Theories Reconsidered*, Working Paper No. 99, <http://www.wiwi.uni-bielefeld.de/»cem>
37. Eubanks, W., 2010, The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis, <https://fas.org/sgp/crs/row/R41367.pdf> accesat la 20.08.2018
38. Fat., C., Pop.F, *Criptomonedele o realitate a zilelor noastre*, [http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwjZvPrfmvcAhVF3qQKHfe\\_Bb4QFjAAegQIBhAC&url=http%3A%2F%2Fconferinta.academiacomerciala.ro%2FCD2015%2FARTICOLE%2F2%2FCRIPTOMONEDELE%2520O%2520REALITATE%2520A%2520ZILELOR%2520NOASTREatPop.pdf&usg=AOvVaw3CVLt3vufUBZodOvn-H6A](http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwjZvPrfmvcAhVF3qQKHfe_Bb4QFjAAegQIBhAC&url=http%3A%2F%2Fconferinta.academiacomerciala.ro%2FCD2015%2FARTICOLE%2F2%2FCRIPTOMONEDELE%2520O%2520REALITATE%2520A%2520ZILELOR%2520NOASTREatPop.pdf&usg=AOvVaw3CVLt3vufUBZodOvn-H6A) accesat la 31.07.2018
39. Fatas, A., Summers, L., 2015, *The Permanent Effects of Fiscal Consolidations*, CEPR No. 10902, October 2015
40. Felkreson J., 2011, *\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient*, Levy Institute of Bard College, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf), accesat la 08.05.2018
41. Fontaine, Pascal, 2010, *Europe in 12 lessons*, Publications Office of the European Union, Luxemburg, [https://europa.eu/images/publikacije/26-EU\\_In\\_12\\_Lessons.pdf](https://europa.eu/images/publikacije/26-EU_In_12_Lessons.pdf), accesat la 03.07.2018
42. Fontaine, P., 2014, *Să înțelegem politicile Uniunii Europene. 12 lecții despre Europa*, Oficiul pentru Publicați al Uniunii Europene, Luxemburg, <https://publications.europa.eu/ro/publication-detail/-/publication/2d85274b-0093-4e38-896a-12518d629057>, accesat la 10.07.2018
43. Fratzscher, M. & all, 2014, *ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels*, 15th Jacques Polak Annual Research Conference
44. French, D. E., 1992, *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, First edition, Ludwig von Mises Institute, www.mises.org
45. Furman, J., 2015, *It could have happened here: the policy response that helped prevent a second great depression*, Macroeconomic Advisers' 25th Annual Washington Policy Seminar, [https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/page/files/jason\\_furman\\_it\\_could\\_have\\_happened\\_here\\_macro\\_advisers\\_9\\_sep\\_2015.pdf](https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/page/files/jason_furman_it_could_have_happened_here_macro_advisers_9_sep_2015.pdf), accesat la 23.06.2017
46. Garber, P., 1989, *Tulipmania*, Journal of Political Economy 97, <https://ms.mcmaster.ca/~grasselli/Garber89.pdf> accesat la 23.07.2018
47. González, L., 2008, *Political crises and democracy in latin America since the end of the cold war*, Working paper 353, Kellogg Institute for International Studies, [https://kellogg.nd.edu/sites/default/files/old\\_files/documents/353\\_0.pdf](https://kellogg.nd.edu/sites/default/files/old_files/documents/353_0.pdf), accesat la 22.07.2018
48. Grigoriu, M., 2006, *Crizele și conflictele contemporane*, Editura Ministerului Administrației și Internelor, București, <http://www.cultura.mai.gov.ro/biblioteca%20virtuala/editura%20mai/Crize%20conflicte/crise%20conflicte%20ultim.pdf> accesat la 20.05.2018
49. Greenspan, Allan, *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York, 2007
50. Grinin, L. & all, 2016, *Interaction between Kondratieff Waves and Juglar Cycles* [https://www.researchgate.net/publication/309450988\\_Interaction\\_between\\_Kondratieff\\_Waves\\_and\\_Juglar\\_Cycles](https://www.researchgate.net/publication/309450988_Interaction_between_Kondratieff_Waves_and_Juglar_Cycles), accesat la 21.07.2018
51. Grinin, L. & all, *Kondratieff Waves Juglar – Kuznet s – Kondratieff*, Institute of Economics International N. D. Kondratieff Foundation, Uchitel Publishing House Volgograd,

- [https://www.researchgate.net/profile/A\\_Korotayev/publication/294086817\\_Kondratieff\\_Waves\\_Juglar - Kuznets - Kondratieff/links/56bda73308aefe60e4c572af/Kondratieff-Waves-Juglar-Kuznets-Kondratieff.pdf](https://www.researchgate.net/profile/A_Korotayev/publication/294086817_Kondratieff_Waves_Juglar - Kuznets - Kondratieff/links/56bda73308aefe60e4c572af/Kondratieff-Waves-Juglar-Kuznets-Kondratieff.pdf), accesat la 22.07.2018
52. Groseclose, E., 2010, *The Great Paper-Money Experiment*, Mises Daily Articles, <https://mises.org/library/great-paper-money-experiment>, accesat la 09.08.2018
  53. Handler, H., 2013, *The eurozone: piecemeal approach to an optimum currency area*, Munich Personal RePEc Archive, [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67183/1/MPRA\\_paper\\_67183.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67183/1/MPRA_paper_67183.pdf) accesat la 6.07.2018
  54. Haralambie, G., 2011, *Criza globală și teoria ciclicității, Economie teoretică și aplicată*, Volumul XVIII, No. 11(564), [http://store.ectap.ro/articole/664\\_ro.pdf](http://store.ectap.ro/articole/664_ro.pdf), accesat la 21.07.2018
  55. Herr, Hansjörg, 2014, *The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, Panoeconomicus, Special Issue, <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2014/1452-595X1401059H.pdf>, accesat la 10.03.2018
  56. Hoelscher, D. S., 2009, *Seminar for Senior Bank Supervisors, FRS & IMF & World Bank*, <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/Day2Hoelscher-ProblemBankResolution.pdf>, accesat la 20.06.2018
  57. Isărescu M., 2008, *Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României*, Academia Regală de Științe Economice și Financiare, Barcelona
  58. Isarescu, M., 2011, *Macroprudentialitatea. Reglementarea, crizele financiare și politica monetară*
  59. Kiley, M., 2018, *What Macroeconomic Conditions Lead Financial Crises?* Finance and Economics Discussion Series 2018-038. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.038>, accesat la 10.07.2018
  60. Kliman, A., 2015, *The Great Recession and Marx's Crisis Theory*, American Journal of Economics and Sociology, [https://www.researchgate.net/publication/273836047\\_The\\_Great\\_Recession\\_and\\_Marx%27s\\_Crisis\\_Theory](https://www.researchgate.net/publication/273836047_The_Great_Recession_and_Marx%27s_Crisis_Theory) accesat la 20.07.2018
  61. Kincaid, R., 2016, *The IMF's Role in the Euro Area Crisis: What are the Lessons from the IMF's Participation in the Troika?* Background paper, FMI, p.7, [http://www.ieu-imf.org/ieu/files/completedevaluations/EAC\\_BP\\_16-02\\_06\\_The\\_IMF\\_s\\_Role\\_in\\_the\\_Troika.PDF](http://www.ieu-imf.org/ieu/files/completedevaluations/EAC_BP_16-02_06_The_IMF_s_Role_in_the_Troika.PDF)
  62. Kiritescu, C., 1987, *Marea prăbușire: O filă de istorie în revoluția sinoasă a capitalismului contemporan*, Revista economică, nr 42
  63. Kondratieff N.D., 1935, *The Long Waves in Economic Life*, Review of Economics Statistics, Vol XVII, No 6 UK, <http://threecrises.org/wp-content/uploads/2015/01/Long-Waves-in-Economic-Life.pdf> accesat la 10.05.2018
  64. Kraner, Saso, 2010, Causes of the Great Depression and the Great Financial Crisis, [ftp://www.ediplome.fm-kp.si/kraner\\_saso\\_20101122.pdf](ftp://www.ediplome.fm-kp.si/kraner_saso_20101122.pdf) accesat la 20.08.2018
  65. Landry, A., 1935, *Annuaires de l'École pratique des hautes études*, [https://www.persee.fr/doc/ephe\\_0000-0001\\_1935\\_num\\_1\\_1\\_3494](https://www.persee.fr/doc/ephe_0000-0001_1935_num_1_1_3494) accesat la 09.07.2018
  66. Lațea, G., 2017, Lecțiile Crizei Financiare Din 2008-2009, [http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii\\_online/104%20Studii%20-%20GabrielaLatea%20-%20Lectiile.pdf](http://www.ince.ro/Publicatii/Publicatii_online/104%20Studii%20-%20GabrielaLatea%20-%20Lectiile.pdf) accesat la 15.05.2018
  67. Lopez, A.D., 2011, *Then and Now: Fed Policy Actions During the Great Depression and Great Recession*, Economic Information Newsletter, FRED,

<https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/Lib1111.pdf> ,  
accesat la 01.07.2018

68. Luțas, M., *Uniunea Economică și Monetară*, prezentare pp, [http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0ahUKEwjgIKX0l4PcAhWDQJoKHYqpCB4QFgg3MAI&url=http%3A%2F%2Fmedia1.webgarden.ro%2Ffiles%2Fmedia1%3A4dcda63886ee6.ppt.upl%2FUEM.dec.ppt&usg=AOvVaw0TtIQR63tLsgfX06\\_LE6rj](http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&ved=0ahUKEwjgIKX0l4PcAhWDQJoKHYqpCB4QFgg3MAI&url=http%3A%2F%2Fmedia1.webgarden.ro%2Ffiles%2Fmedia1%3A4dcda63886ee6.ppt.upl%2FUEM.dec.ppt&usg=AOvVaw0TtIQR63tLsgfX06_LE6rj), accesat la 01.07.2018
69. Manic, S., *Economic crisis, its prospects and challenges for economic theory*, Scientific Bulletin, Vol. 8, pp. 1-2, [http://economic.upit.ro/repec/pdf/F10\\_Slavica\\_Manic.pdf](http://economic.upit.ro/repec/pdf/F10_Slavica_Manic.pdf), accesat la 15.06.2018
70. Mayer, C., 2008, *Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?*, Finance and Economics Discussion Series
71. Mersch, Y., 2013, *The European Central Bank's role in overcoming the Crisis*, discurs susținut la UniCredit Business Dialogue, Hamburg, 17 June 2013, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130617\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130617_1.en.html) , accesat la 20.07.2018
72. Mihailovici, G., 2015, *Politicele monetare și științele de graniță în context European*, Studii și cercetări economice, Centrul de Informare și Documentare Economică
73. Minsky, P.H. & all, 1996, *Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy*, Working Paper No. 126, Paper prepared for the International J. A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp126.pdf> , accesat la 21.07.2018
74. Moraru, L., Tănase, I., 2012, *Criza: o revenire la raționalitate*, Volumul XIX (2012), No. 2(567)
75. Murcia, F., 2017, Non-conventional monetary policy of the european central bank during the financial crisis, <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/142044/retrieve> accesat la 4.07.2018
76. Murphy, E. V., 2013, *Shadow Banking: Background and Policy Issues*, Congressional Research Service
77. Panizza, R., 2018, *Tratatul de la Lisabona*, <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/ro/sheet/5/tratatul-de-la-lisabona> accesat la 01.07.2018
78. Pisani-Ferry, J., Wolff, G., 2012, *The fiscal implications of a banking union*, [http://aei.pitt.edu/36833/1/The\\_fiscal\\_implications\\_of\\_a\\_banking\\_union\\_\(English\).pdf](http://aei.pitt.edu/36833/1/The_fiscal_implications_of_a_banking_union_(English).pdf) accesat la 1.07.2018
79. Praet, P., 2017, *The role of the ECB: prudence and responsibility in times of crisis*, Discurs susținut la "Heidelberg Symposium", Heidelberg, 11 May 2017, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511_1.en.html) , accesat la 20.07.2019
80. Pongracic, I., 2007, *The Great Depression According to Milton Friedman*, <https://fee.org/articles/the-great-depression-according-to-milton-friedman/> accesat la 18.08.2018
81. Pozsar, Z. & all., 2010, 'Shadow Banking', Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n°458, [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr458.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf), accesat la 16.06.2018
82. Pozsar, Z. & all., 2010, The Federal Reserve's Term Asset-Backed Securities Loan Facility, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/12v18n3/1210ashc.pdf> accesat la 11.05.2018
83. Powell, J., 2018, *Financial Stability and Central Bank Transparency*, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180525a.htm> accesat la 05.08.2018
84. Oganesyan, G., 2013, *The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, International Institute Working Paper 19.
85. Raghuram, R., 2005, *Has financial development made the world riskier?*, <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf> accesat la 25.07.2018
86. Raport annual BCE (2017), online: [http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3\\_1](http://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.ro.html#IDofChapter3_1), accesat la 07.06.2018
87. Rothbard, M., *The Kondratieff Cycle: Real or Fabricated?* <http://rothbard.altervista.org/articles/kondratieff-cycle.pdf> , accesat la 21.07.2018
88. Shiller, R., 2004, *Is There a Bubble in the Housing Market?*, Cowles Foundation for Research in Economics Yale University , <http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1089.pdf> accesat la 24.07.2018

89. Shirakawa, M., 2012, *Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?*, Bank of Japan, Lecture at the London School of Economics and Political Science, [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2012/data/ko120111a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2012/data/ko120111a.pdf)
90. Shull, B., 2010, *Too Big to Fail in Financial Crisis: Motives, Countermeasures, and Prospects*, Working Paper No. 601, Levy Economics Institute of Bard College, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_601.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_601.pdf) accesat la 11.08.2018
91. Shull, B., 2012, *Too Big to Fail: Motives, Countermeasures, and the Dodd-Frank Response*, Working Paper No. 709, Levy Economics Institute of Bard College, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_709.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_709.pdf) accesat la 11.08.2018
92. Sinn H.-W., 2011, *The ECB's secret bailout strategy*, Project Syndicate Blog Entry, <http://www.projectsyndicate.org/commentary/sinn37/English> accesat la 25.11.2016
93. Skousen, M., 1986, *Understanding the Austrian Theory of the Business Cycle*, <https://mises.org/library/understanding-austrian-theory-business-cycle> accesat la 21.07.2018
94. Stockhammer Engelbert, 2010, *Financialization and the Global Economy*, University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 240, <http://content.csbs.utah.edu/~mli/Economics%207004/Stockhammer-WP240.pdf> accesat la 14.06.2018
95. Thompson, G., 2012, *The Eurozone Crisis: Action taken by the ECB*, <http://www.parliament.uk/briefing-papers/SN06448>, accesat la 10.04.2018
96. Temin, P., 2010, The Great Recession And The Great Depression, Working Paper 15645
97. <http://www.nber.org/papers/w15645> accesat la 09.06.2018
98. Trichet, J.P., 2006, *Panel Intervention at the 4th ECB Central Banking Conference on "The role of money: Money and monetary policy in the 21st century"*, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp061110_1.en.html) , accesat la 14.07.2018
99. Tuckwell, C, Mendonca, A., 2016, *The global crisis and unconventional monetary policy: Ecb versus Fed*, <https://pascal.iseg.utl.pt/~cesa/images/files/wp141.pdf> accesat la 23.07.2018
100. Turner, A., 2013, *Debt, Money, and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?*, [http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_DebtMoneyMephistopheles.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_DebtMoneyMephistopheles.pdf) accesat la 15.06.2018
101. Quadren, G., 2007, *The outlook for the European economy, the turmoil in financial markets and monetary policy*, Dubai
102. Quadren, G., 2008, *The integration of the euro government bond market – standstill or restart?*, Third Annual European Government Bond Summit, Brussels
103. Wallerstein, I, 2010, *Structural Crisis*, New Left Review, [http://archives.cerium.ca/IMG/pdf/4-Structural\\_Crisis.pdf](http://archives.cerium.ca/IMG/pdf/4-Structural_Crisis.pdf) , accesat la 22.07.2018
104. Wesbury, B., 2018, *The Real Truth About The 2008 Financial Crisis: Brian S. Wesbury at TEDxCountyLineRoad (Full Transcript)*, <https://singjupost.com/the-real-truth-about-the-2008-financial-crisis-brian-s-wesbury-at-tedxcountylineroad-full-transcript/> accesat la 20.08.2018
105. Wheelock, C. D., 2010, *Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*, <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/10/03/Wheelock.pdf> accesat la 24.07.2018
106. Williamson, S., 2017, *Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?*, <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/quantitative-easing-how-well-does-this-tool-work> accesat la 04.08.2018
107. Wray, R., 2012, *Global Financial Crisis: A Minskian Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future*, Working Paper No. 711, Levy Economics Institute of Bard College, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_711.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_711.pdf) accesat la 10.05.2018

## PUBLICAȚII ALE UNOR ORGANISME PROFESIONALE

1. Basel Committee on Banking Supervision, 2014, *Basel III Document Revisions to the securitisation framework*, p.7, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf> , accesat la 18.07.2018
2. Comisia Europeană, 2011, *Raport macroeconomic. Analiza anuală a creșterii*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52011DC0011> accesat la 25.07.2018
3. Comisia Europeană, 2012, *Carte Verde Sistemul bancar paralel*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_ro.pdf), accesat la 13.06.2018

4. Comisia Europeană, 2012, *Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE* <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201208/20120820ATT49767/20120820ATT49767EN.pdf> accesat la 20.06.2018
5. BCE, 2006, *Istoric, Rol și Funcții. Banca Centrală Europeană*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhISTORYROLEFUNCTIONS2006RO.PDF>
6. BCE, 2007, *Cum a devenit euro moneda noastră. Scurt istoric al bancnotelor și monedelor euro*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro\\_became\\_our\\_moneyro.pdf?c0225a76481b4fb91f78da48cebc43e6](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro_became_our_moneyro.pdf?c0225a76481b4fb91f78da48cebc43e6) accesat la 11.05.2018
7. BCE, 2008, *Buletin lunar a 10-a aniversare a BCE*, [http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuIjcAhUNa1AKHFbWBJEQFghVMAC&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AQvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV\\_fg](http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEwj71LetuIjcAhUNa1AKHFbWBJEQFghVMAC&url=http%3A%2F%2Fwww.bnro%2Ffiles%255Cd%255CBCE%255CA10aaniversareaBCEbl200806ro.pdf&usg=AQvVaw01KBYtWwFqW4GHvtZjV_fg), accesat 05.07.2018
8. BCE, 2009, *Stabilitatea prețurilor. De ce e importantă*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypiceabilityro.pdf?86e40df7b19e75b78ba62c14054ec6db](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypriceabilityro.pdf?86e40df7b19e75b78ba62c14054ec6db) accesat la 11.05.2018
9. BCE, 2011, *Implementarea politiciei monetare în zona euro*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109ro.pdf?e665609090fb5bf7704263493d646017> accesat la 27.07.2018
10. BCE, 2018, *Politica Monetară Europeană*, Fișe tehnice UE – 2018, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU\\_2.6.3.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/ro/FTU_2.6.3.pdf) accesat la 16.08.2018
11. EBA, 2017, *Risk assessment of the european banking system*, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2037825/Risk+Assessment+Report+-+November+2017.pdf> , accesat la 16.07.2018
12. EBA, 2016, *2016 EU-WIDE STRESS TEST Results*, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf> accesat la 10.05.2018
13. ECB, 2009, *OTC Derivatives and Post-Trading Infrastructures*, European Central Bank, Eurosystem, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/overthecounterderivatives200909en.pdf>, accesat la 14.06.2018
14. ECB, 2011, *The ECB's non-standard Measures – Impact and Phasing-out*, Monthly Bulletin, European Central Bank (July 2011), [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201107en\\_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201107en_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983), accesat la 15.07.2018
15. ECB, 2011, *DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 3 November 2011 on the implementation of the second covered bond purchase programme*, L 297/70, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_2972011116en00700071.pdf?0f04c5e439ff45ec4aedd96aec67308](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_2972011116en00700071.pdf?0f04c5e439ff45ec4aedd96aec67308) accesat la 23.07.2018
16. ECB, 2012, *Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE*
17. ECB, 2012, *Monthly Bulletin February 2012*, [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/mb201202en\\_box2.pdf?4ce71878ea412fe7f67b47ec08ddbee2](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/mb201202en_box2.pdf?4ce71878ea412fe7f67b47ec08ddbee2) , accesat la 19.07.2018
18. ECB, 2012, *Shadow banking in the euro area an overview*, Occasional Paper Series No 133, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf?cdca45e1b041f4dd4c6a42173558be88> , accesat la 18.07.2018
19. ECB, 2012, *The Euro Area Sovereign Debt Crisis*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwpl1419.pdf> accesat la 10.04.2018
20. ECB, 2013, *The Eurosystem collateral framework throughout the crisis*, Monthly Bulletin, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201307en\\_pp71-86en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201307en_pp71-86en.pdf) accesat la 20.07.2018
21. ECB, *Protocol on the statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank*, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_statute\\_2.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf) ,accesat la 15.07.2018
22. ECB 2016, *Decision (Eu) 2016/811 Of The European Central Bank of 28 April 2016 amending Decision ECB/2014/34 on measures relating to targeted longer-term refinancing operations (ECB/2016/11)*, Official Journal of the European Union, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0011\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0011_en_txt.pdf) accesat la 20.06.2018
23. ECB, 2016, *Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608\\_article02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608_article02.en.pdf) , accesat la 04.07.2018
24. ECB, 2017, *Annual Report 2017*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.en.html#IDofChapter2> accesat la 30.07.2018

25. ECB, 2018, *Financial Stability Review*,  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201805.en.pdf> , accesat la 08.06.2018
26. ECB, 2018, *Press Release, Monetary policy decisions*,  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180308.en.html> , accesat la 12.06.2018
27. ECB, 2018, *Statistical Data Warehouse*,  
[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01\\_E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01_E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0) , accesat la 23.06.2018
28. Eurostat, 2018, *New release euro indicators*, 65/2018,  
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8811291/2-18042018-AP-EN.pdf/53d481cc-41d8-4a02-ae2f-8a1a25f684f4> , accesat la 19.06.2018<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.ro.html> , accesat la 03.02.2017
29. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> , accesat la data de 19.06.2018
30. European Commission, 2010, *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, p.9, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-1_en.pdf) , accesat la 06.07.2018
31. European Commission, 2018, *Key indicators for the euro area*, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/key-indicators-euro-area_en) , accesat la 19.06.2018
32. EU, 1992, *Treaty on European Union, Official Journal of the European Communities*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=RO> accesat la 12.07.2018
33. EU, 2008, *Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene*, Jurnalul Oficial 115, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=celex%3A12008E> accesat la 7.06.2018
34. European Parliament, 2012, *Crisis Response of Central Banks –the ECB Policy in Comparison to the Policy of the FED and the Bank of England*.  
<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201207/20120705ATT483/20120705ATT48395EN.pdf> , accesat la 27.10.2016
35. EU, *Coordinated response to the 2008 crisis*, [https://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs\\_en](https://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_en) , accesat la 23.08.2018
36. European Economic and Social Committee, 2012, *Green Paper, 'Shadow banking'*, INT/643
37. <https://www.eesc.europa.eu/en/our-work/opinions-information-reports/opinions/shadow-banking> accesat la 28.07.2019
38. FED, 2010, *Expired Policy Tools*,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmmf.htm> , accesat la 02.05.2018
39. FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm> , accesat la 02.05.2018
40. FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm> , accesat la 02.05.2018
41. FED, 2010, *Expired Policy Tools, Money Market Investor Funding Facility*,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiiff.htm> , accesat la 02.05.2018
42. FED, 2010, *Expired Policy Tools*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm> , accesat la 02.05.2018
43. FED, 2012, Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,  
[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf) accesata la 15.06.2018
44. FED, 2013, *Policy tools, Maturity Extension Program and Reinvestment Policy*,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm> , accesat la 02.05.2018
45. FED, 2016, *The Federal Reserve System Purposes & Functions*,  
[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf) , accesat la 01.02.2018
46. FED, 2016, *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*,  
[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals\\_20160126.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf) , accesat la 08.07.2018
47. FED, 2017, *Fed Facts: How do the Fed and the Treasury work together?* Federal Reserve Financial Services, <https://www.frbservices.org/assets/news/fedfocus-fedflash/fedfocus-archive-october-fed-facts.pdf> accesat la 1.06.2018
48. FED, 2018, *U.S. Reserve Assets (Table 3.12)*, International Summary Statistics

49. FMI, 2016, *Report for Selected Country Groups and Subjects*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=77&pr.y=8&sy=2016&ey=2016&sccsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001%2C998&s=NGDPD&grp=1&a=1#download>, accesat la 15.04.2018
50. FMI, 2018, *Europe Managing the Upswing in Uncertain Times*, <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2018/05/14/EURREO0518>, accesat la 01.06.2019
51. FMI, 2009, *Global Financial Stability Report, Navigation the Financial Challenges Ahead*, <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2009-Navigating-the-Financial-Challenges-Ahead-22584>, accesat la 14.06.2018
52. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Official Government Edition, [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf), accesat la 17.07.2018
53. FSB, 2018, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>, accesat la 13.06.2018  
[http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/\\_Underlying\\_data\\_for\\_exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/_Underlying_data_for_exhibits) accesat la 16.06.2018
54. Parlamentul European, 2010, *RAPORT referitor la criza financiară, economică și socială: recomandări privind măsurile și inițiativele care trebuie luate (raport la jumătatea perioadei) (2009/2182(INI))*, Comisia specială privind criza financiară, economică și social, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2010-0267+0+DOC+XML+V0//RO> accesat la 01.08.2018
55. Standard & Poor's, 2012, *S&P/Case-Shiller Home Price Indices 2011 Year in Review*, <https://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, accesat la 04.07.2018
56. S&P Dow Jones Indices, 2018, *S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices Methodology*, S&P Dow Jones Indices: Index Methodology <https://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, accesat la 04.07.2018
57. UE, 2004, *Decizia Băncii Centrale Europene privind accesul public la documentele Băncii Centrale Europene*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_08020040318ro00420044.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_08020040318ro00420044.pdf) accesat la 5.07.2018
58. UE, 2009, *Avizul Comitetului Regiunilor privind pachetul de redresare economică și rolul autorităților locale și regionale (2009/C 200/04)*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/df43f596-52eb-4069-a87a-e4bf85e7df95/language-en> accesat la 23.08.2018
59. Uniunea Europeană, *BCE Prezentare generală*, [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank\\_ro](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_ro), accesat la 12.07.2018
60. Uniunea Europeană, 2015, *ORIENTAREA (UE) 2015/510 A BĂNCII CENTRALE EUROPENE din 19 decembrie 2014 privind punerea în aplicare a cadrului de politică monetară din Eurosistem (BCE/2014/60) (reformare)*, Jurnalul Oficial al Uniunii Europene, pp. 2-3, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2015\\_091\\_r\\_0002\\_ro\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_ro_txt.pdf) accesat la 02.06.2018
61. United Nations, 2018, *World Economic Situation prospects*, New York
62. US Congress, 2010, *H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>, accesat la 14.04.2016

## SITE-URI UTILIZATE

1. <http://www.bnr.ro/Cursul-de-schimb-3544.aspx> accesat la 03.04.2018
2. <https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-03-27/financial-crisis-is-over-for-housing-but-not-for-student-loans> accesat la 26.08.2018
3. <https://www.britannica.com/topic/business-cycle#ref191244>, accesat la 28.06.2018
4. [https://www.business-standard.com/article/markets/understanding-economic-cycles-108080401087\\_1.html](https://www.business-standard.com/article/markets/understanding-economic-cycles-108080401087_1.html) accesat la 28.06.2018
5. [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/finanzstabilitaetsbericht\\_2015\\_1\\_4.html;jsessionid=0000JFkzm-oyVQcJIzAkI8fSn0I:-1?notFirst=true&docId=354038#chap](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Dossier/Tasks/finanzstabilitaetsbericht_2015_1_4.html;jsessionid=0000JFkzm-oyVQcJIzAkI8fSn0I:-1?notFirst=true&docId=354038#chap)
6. [www.cia.gov](http://www.cia.gov) accesat la 8.06.2018
7. <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2018/06/22/france-s-deficit-below-3-of-gdp-procedure-closed/pdf>, accesat la 18.07.2018

8. <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> accesat la 20.05.2018
9. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/299521/8980846/6-15062018-AP-EN.pdf/6984dd2b-c173-46c5-a1a5-f9320fc0d6e2>, accesat la 18.07.2018
10. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/299521/8824854/2-24042018-AP-EN.pdf/2e4cce59-7d36-4894-b21e-9f2c14b81630>, accesat la 18.07.2018
11. [https://europa.eu/european-union/about-eu/countries\\_ro#tab-0-1](https://europa.eu/european-union/about-eu/countries_ro#tab-0-1) accesat la 4.06.2018
12. [https://europa.eu/teachers-corner/sites/.../files/.../europe\\_nutshell\\_presentation\\_en.pptx](https://europa.eu/teachers-corner/sites/.../files/.../europe_nutshell_presentation_en.pptx) accesat la 4.06.2018
13. [https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro/benefits-euro\\_ro](https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/euro/benefits-euro_ro) accesat la 4.06.2018
14. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006ro.pdf> accesat la 4.06.2018
15. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.ro.html>, accesat la 03.02.2017
16. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, accesat la data de 19.06.2018
17. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, accesat la data de 19.06.2018
18. [www.ecb.int, http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2](http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2) accesat la 05.04.2018
19. [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-pln.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-pln.en.html) accesat la 05.04.2018
20. <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2> accesat la 28.07.2018
21. [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.R.LRE.X.1.A1.3000.Z01.E&start=01-01-2007&end=&trans=AF&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0) 28.07.2018
22. <https://eiopa.europa.eu/about-eiopa/missions-and-tasks> accesat la 25.08.2018
23. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are> accesat la 25.08.2018
24. <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/ro/sheet/17/banca-europeana-de-investitii> accesat la 23.08.2018
25. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm> accesat la 4.06.2018
26. [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm) accesat la 05.04.2018
27. [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm) accesat la 05.04.2018
28. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm> accesat la 24.07.2018
29. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>, accesat la 19.07.2018
30. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm> accesat la 03.06.2018
31. <https://www.forbes.com/sites/zackfriedman/2018/06/13/student-loan-debt-statistics-2018/#23025e4b7310> accesat la 26.08.2018
32. <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA> 28.07.2018
33. [http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/\\_Underlying\\_data\\_for\\_exhibits](http://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/_Underlying_data_for_exhibits) accesat la 16.06.2018
34. <http://www.globalpresence.realinstitutoelcano.org/media/1e7032b57492e684fa6a51dbef72ef9f.pdf> (accesat la 18.07.2018).
35. [http://www.gradinamea.ro/Istoria\\_lalelor\\_3798\\_588\\_1.html](http://www.gradinamea.ro/Istoria_lalelor_3798_588_1.html), accesat la 20.07.2018
36. <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2008/rochet031209.pdf?la=en>
37. <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart> accesat la 05.04.2018
38. <https://www.macrotrends.net/2593/nikkei-225-index-historical-chart-data> accesat la 05.04.2018
39. [http://standard.money.ro/articol\\_107833/almunia\\_euro\\_a\\_fost\\_un\\_scut\\_eficient\\_impotrivă\\_risc\\_urilor\\_de\\_agravare\\_a\\_crizei.html](http://standard.money.ro/articol_107833/almunia_euro_a_fost_un_scut_eficient_impotrivă_risc_urilor_de_agravare_a_crizei.html) 28.07.2018
40. <https://www.theguardian.com/business/2008/oct/10/marketturmoil-creditcrunch1> accesat la 20.06.2018
41. <https://tradingeconomics.com/about-te.aspx> accesat la 20.07.2018
42. <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth> accesat la 20.07.2018
43. <https://tradingeconomics.com/euro-area/gold-reserves> accesat la 20.07.2018
44. <https://tradingeconomics.com/euro-area/housing-index> accesat la 20.07.2018
45. <https://tradingeconomics.com/united-states/gdp> accesat la 20.07.2018
46. <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt> accesat la 20.07.2018
47. <https://tradingeconomics.com/united-states/imports>, accesat la 10.07.2018
48. <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> accesat la 10.07.2018
49. <https://tradingeconomics.com/euro-area/unemployment-rate> accesat la 10.07.2018
50. <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market> accesat la 10.07.2018
51. <https://tradingeconomics.com/united-states/case-shiller-home-price-index> accesat la 10.07.2018
52. <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate> accesat la 10.07.2018

53. NBER, 2008, <http://www.nber.org/cycles/jan2003.html>, accesat la 27.06.2018
54. <http://octavianjula.ro/wp-content/uploads/2017/06/macro10-cicluri.pdf>
55. Sack, Brian P., 2010, FED New York, Reflections on the TALF and the Federal Reserve's Role as Liquidity Provider, speech,  
<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2010/sac100609.html>, accesat la 02.05.2018
56. Skousen, M., 1986, Understanding the Austrian Theory of the Business Cycle  
<https://mises.org/library/understanding-austrian-theory-business-cycle> accesat la 21.07.2018
57. <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market> accesat la 10.07.2018 <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.2> accesat la 10.07.2018
58. <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html> accesat la 10.07.2018
59. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html> accesat la 10.07.2018
60. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, accesat la 19.06.2018
61. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.ro.html>, accesat la 04.07.2018
62. <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/default.htm>
63. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm> accesat la 10.07.2018
64. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm> accesat la 27.06.2018
65. [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm) accesat la 27.06.2018
66. <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-taf.htm>, accesat la data de 17.07.2018
67. <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-taf.htm>, Excel, accesat la data de 17.07.2018
68. <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS#0> accesat la 05.04.2018
69. <https://fred.stlouisfed.org/series/EXCSRESNS#0>, accesat la 23.06.2018
70. FED, 2010, Expired Policy Tools,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmf.htm>, accesat la 02.05.2018
71. FED, 2010, Expired Policy Tools, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>,  
 accesat la 02.05.2018
72. FED, 2010, Expired Policy Tools, , <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm>,  
 accesat la 02.05.2018
73. FED, 2010, Expired Policy Tools, <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-amlf.htm>,  
 accesat la 02.05.2018
74. FED, 2010, Expired Policy Tools, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>,  
 accesat la 02.05.2018
75. FED, 2010, Expired Policy Tools, Money Market Investor Funding Facility,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>, accesat la 02.05.2018
76. FED, 2013, Policy tools, Maturity Extension Program and Reinvestment Policy,  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm>, accesat la 02.05.2018
77. FED, 2016, The Federal Reserve System Purposes & Functions,  
[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf), pp.1, accesat la 01.02.2018
78. FED, 2016, Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,  
[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals\\_20160126.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf),  
 accesat la 08.07.2018
79. FED, 2018, U.S. Reserve Assets (Table 3.12), International Summary Statistics,  
<https://www.federalreserve.gov/data/intlsumm/current.htm> accesat la 26.05.2018
80. <http://www.nber.org/info.html> accesat la 05.04.2018
81. <https://www.richmondfed.org/faqs/frs> accesat la 05.04.2018
82. <http://www.wall-street.ro/articol/International/76324/BCE-mentine-dobanda-cheie-la-nivelul-minim-istoric-de-1.html> accesat la 05.04.2018
83. <https://www.weforum.org/agenda/2017/03/worlds-biggest-economies-in-2017/> accesat la 20.07.2018
84. <https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/WLD/Year/LTST/TradeFlow/EXPIMP/Partner/by-country> accesat la 29.06.2018