

Macroprudențialitatea. Reglementarea, crizele financiare și politica monetară

D i s e r t a ție

**cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității Româno-Americane**

Academician Mugur Isărescu

30 iunie 2011

CUPRINS

- I. Demers istoric
- II. Politici macroprudențiale. Unele delimitări teoretice
- III. Macroprudențialitatea după 2007
- IV. Utilizarea de către BNR a politicii macroprudențiale
- V. Ultimele evoluții
- VI. Concluzii

I. Demers istoric

Microprudențialitate vs. macroprudențialitate

- Politicile microprudențiale sunt acelea care urmăresc asigurarea sănătății individuale a instituțiilor financiare (firmelor)
- Inițial a existat o *“fallacy of composition”* a politicilor tradiționale: acțiunile care sunt adecvate pentru instituții individuale sunt suficiente și pentru a preveni riscul sistemic
- Politicile macroprudențiale s-au conturat după ce s-a recunoscut că acțiunile care sunt adecvate pentru entități individuale pot conduce în mod colectiv la, sau pot exacerba, probleme la nivelul sistemului financiar
- Politicile macroprudențiale constau în măsuri care vizează asigurarea sănătății sistemului financiar sau pot împiedica ieșirea de sub control a problemelor dintr-o parte a sistemului financiar

Criza din 1929-1933 și lecțiile sale principale (folosite până la sfârșitul anilor '60)

- Concurența în sistemul financiar este periculoasă pentru stabilitatea financiară deoarece:
 - ✓ Conduce la diminuarea marjelor de profit (eforturi mai mari pentru obținerea de profit)
 - ✓ Reduce rezervele de capital și, astfel, șansele pentru stabilitate

- Concurența trebuie controlată

Măsuri în sistemul bancar promovate până spre finele anilor '60

- Controlul mișcărilor de capital
- Controlul variabilelor de bază
 - ✓ Dobânzile la depozite și la credite
 - ✓ Volumul creditelor acordate sectorul privat
- Limitarea spațiului pentru afaceri rezervat anumitor grupuri de intermediari

Dominante ale anilor '33 - '60: inovația, scopul intermedierei și eficiența

- Băncile au inovat foarte puțin și au acordat credite doar clienților mari și siguri
- Sistemul bancar a fost mai puțin eficient, dar mai sigur datorită controalelor; nicio criză bancară între 1945 și 1971 (Eichengreen și Bordo, 2003)
- Băncile centrale au fost mai puțin interesate de problemele de stabilitate financiară; pierderea expertizei în domeniul stabilității financiare

Dominante ale anilor '33 - '60: filozofia reglementării

- Băncile erau constrânse de controale și de stocul disponibil de depozite
- Abilitatea de a credita sectorul privat, în măsura în care controalele directe permiteau acest lucru, depindea de **deținerea de active lichide (titluri de stat)**
- **Teoriile despre oferta de bani și reglementarea** în anii '50 și '60 erau concentrate pe lichiditate și, în particular, pe o paletă de indicatori privind cerințe de lichiditate care să asigure protecție deponenților

Perioada 1970-2007: dereglementarea

- Țările Europei de Vest s-au întors la convertibilitate încă din 1958, iar Japonia încă din 1964
- Se dezvoltă piața dintre monedele europene convertibile și dolarul SUA
- 1964: apar syndicate bancare internaționale și se accelerează transferurile internaționale de capital
- Toate acestea produc schimbări în natura și structura băncilor centrale, precum și ale sistemului bancar
- Sistemul de la Bretton-Woods a încetat să funcționeze în 1972-1973

Anii '70 - '80: schimbarea constrângerilor privind creditarea

- Băncile sunt tot mai puțin constrânse de combinația dintre depozite și active lichide. Băncile care doresc mai multă lichiditate o împrumută de pe piața interbancară: lichiditatea activelor este înlocuită de lichiditatea finanțării (lichiditatea pieței)
- Dacă băncile pot împrumuta de pe piața interbancară, pot extinde creditul cât au acces la piață
- Lichiditatea pieței nu limitează extinderea creditului deoarece băncile centrale trebuie să furnizeze suficientă lichiditate pentru a menține ratele dobânzii pe piața interbancară în linie cu rata dobânzii de politică monetară
- Dacă nici **lichiditatea activelor** și nici **lichiditatea piețelor** nu restricționează mărimea bilanțului, atunci unde este limita? Răspuns: **CAPITALUL**

Anii '70 - '80: schimbarea filozofiei reglementării (I)

- Odată cu apariția dependenței mărimii bilanțului de mărimea capitalului apar probleme pentru reglementatori:
 - ✓ Pe de o parte, mai mult capital face o bancă mai sigură (o asigurare în plus oferită deponenților și creditorilor și, astfel, o profitabilitate mai mică pentru acționarii băncii)
 - ✓ Pe de altă parte, mai mult capital echivalează cu crearea unui stimulent pentru acționari să preseze managementul pentru a se angaja în operațiuni mai riscante, dar mai bine remunerate, pentru a compensa cerințele suplimentare de capital (**problema eficienței**)
- **Problema contagiunii:** din cauza mărimii și a interdependențelor cu alte entități, colapsul unei bănci cauzează externalități contagioase
- **Problema prociclicității:** sistemul financiar conține mecanisme care amplifică atât fazele ascendente, cât și fazele descendente ale ciclului economic

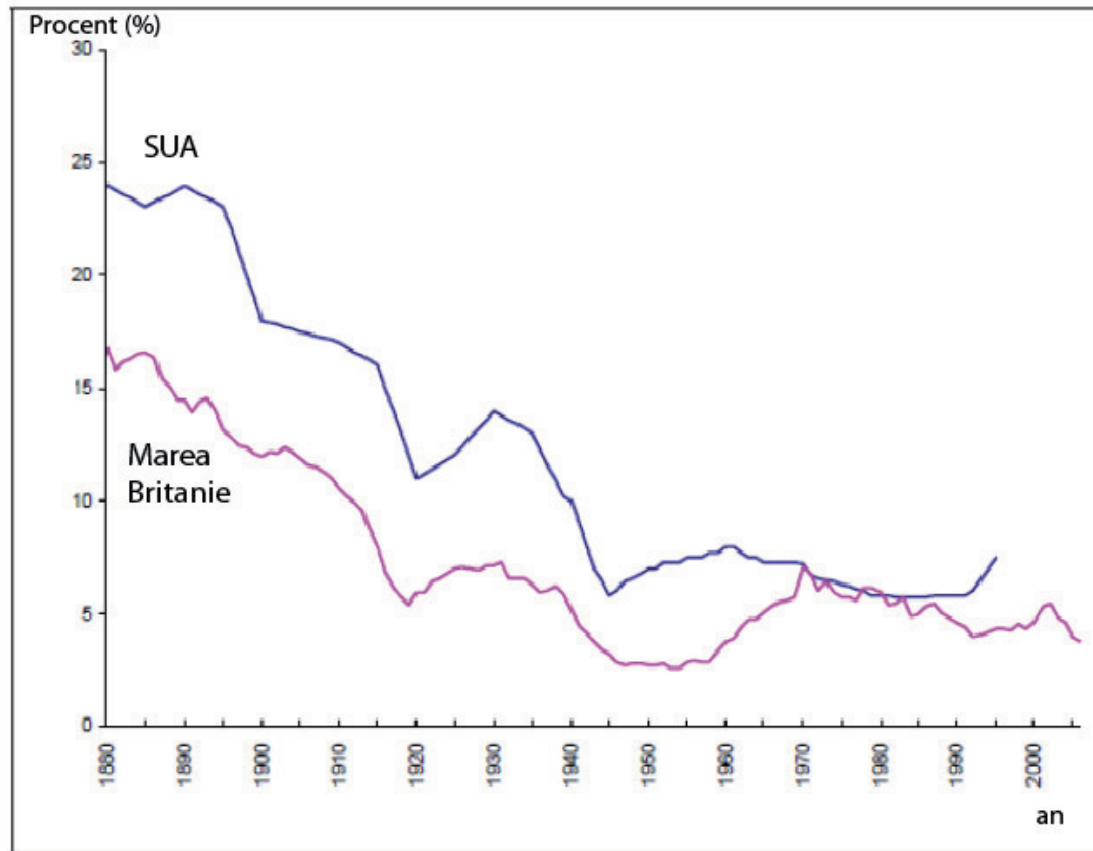
Anii '70 - '80: schimbarea filozofiei reglementării (II)

- Băncile nu doresc, din proprie inițiativă, să dețină suficient capital (normele obligatorii de capital)
- Rațiunile microeconomice și presiunea acționarilor dictează băncilor să maximizeze ROE și nu beneficiul social rezultat din cel mai bun compromis dintre risc și venit (reglementarea prudenței macro)
- Tendința de diminuare relativă a capitalului este naturală la nivelul băncilor. În principiu, dat fiind riscul asociat activelor, cu cât capitalul unei bănci este mai mic, cu atât ROE este mai mare (internaționalizarea reglementării)

Anii '70 - '80: criza datoriilor în Mexic, Brazilia și Argentina

- În anii '70, băncile din SUA au putut să împrumute țările latino-americeane cu sume mari
- Adoptarea politicii monetare antiinflaționiste în SUA a condus la încetinirea creșterii economice la începutul anilor '80
- Creșterea ratelor dobânzilor și a prețului petrolului și scăderea prețurilor la materiile prime pe care le exportau țările latino-americeane au făcut ca aceste țări să nu-și mai poată refinanța datoriile
- Băncile americane cu expuneri mari pe aceste țări au devenit insolabile
- Adoptarea unilaterală a unor standarde înalte de capital ar fi creat dezavantaje acestor bănci, astfel încât a crescut presiunea pentru adoptarea unui standard internațional de capital (Volcker face presiuni pentru un standard de capital la nivel mondial, 1982)

Capitalizarea băncilor în SUA și Marea Britanie



Sursa: Goodhart, 2010

Pentru SUA: $\text{capital propriu} / \text{total active}$

Pentru Marea Britanie: $(\text{capital propriu} + \text{rezerve}) / \text{total active}$

Abordarea macroprudențială (I)

- Autoritățile încep să fie îngrijorate de posibilele implicații pentru stabilitatea macroeconomică și financiară ale extinderii rapide a creditului către țările în curs de dezvoltare
- Apare pentru prima dată legătura dintre reglementările prudențiale și preocupările macroeconomice. Comitetul Cooke folosește cuvântul “macroprudențial” (1978)

Abordarea macroprudențială (II)

- Lamfalussy subliniază că abordarea macroprudențială ia în considerare problemele care afectează piața în ansamblu, distinct de băncile individuale, probleme care nu pot fi evidențiate la nivel microprudențial (1979). El a subliniat că:
 - ✓ În timp ce creșterea creditului poate să pară sustenabilă la nivelul fiecărei bănci, este posibil ca această evoluție să nu se confirme la nivel agregat (vezi acumularea problemelor țărilor latino-americane și ale băncilor americane care le finanțaseră)
 - ✓ Percepția riscului putea fi inadecvată din moment ce se concentra doar pe performanța trecută a împrumuturilor individuale suverane și nu pe riscul mai larg al celor care iau cu împrumut (nici țările latino-americane, nici băncile nu au văzut pericolul; managerul Citibank credea în mod eronat că statele nu intră în incapacitate de plată)
- **Concluzie:** din cauza reducerii treptate a dependenței sistemului bancar de deținerea de active lichide și a percepției că băncile pot împrumuta oricând de pe piața interbancară, acestea tind să privească riscul ratei dobânzii ca fiind critic și să subestimeze riscul lichidității, ceea ce subliniază necesitatea unei perspective mai largi asupra pieței

Abordarea macroprudențială (III)

- Raport Cross (ECSC, 1986) privind „Inovații recente în *banking*-ul internațional”
 - ✓ Politica macroprudențială: „siguranța și eficiența sistemului financiar în sens larg și a sistemului de plăți”
 - ✓ Raportul atrage atenția asupra riscurilor pe care inovarea financiară (în special derivatele și securitizarea) le poate induce în sistemul financiar ca întreg
- Discursul lui Andrew Crockett (2000), directorul general al Băncii Reglementelor Internaționale, ținut la Conferința Internațională a Supraveghetorilor Bancari:
 - ✓ Distincție între politica macroprudențială și politica microprudențială
 - ✓ Atrage atenția asupra necesității extinderii analizei dincolo de orizontul de un an (practica obișnuită pentru supravegherea microprudențială) și asupra luării în considerare a riscurilor pe durata unui întreg ciclu economic

Macroprudențialitate: CONCEPTUL

- Conceptul de macroprudențialitate a exprimat întotdeauna preocuparea privind stabilitatea sistemului financiar și legătura sa cu macroeconomia
- Centrul preocupărilor s-a schimbat de-a lungul timpului pentru a reflecta problemele asociate cu:
 - ✓ Creditul excesiv către țările în curs de dezvoltare
 - ✓ Impactul inovațiilor financiare și a dezvoltării pieței de capital asupra sistemului financiar (Raportul Cross, 1986)
 - ✓ Influența reglementării asupra prociclicității sistemului financiar (discursul lui Crockett, 2000)
 - ✓ Implicațiile eșecului instituțiilor importante la nivelul sistemului (Crockett)

Macroprudențialitate: PRACTICA (I)

- Criza datoriilor din 1982 a fost un catalizator pentru apariția abordării macroprudențiale
- 1988: apare Basel I, care nu a fost fundamentat teoretic și nici testat empiric
- Basel I a mutat accentul de la stabilirea coeficienților de lichiditate spre adoptarea unui coeficient de adecvare a capitalului de 8 procente
- Prin modul în care au fost definiți coeficienții de risc, acesta a contribuit la criza din 2007
- Basel II nu a rezolvat problemele; existau multe alte lipsuri în reglementare

Macroprudențialitate: PRACTICA (II)

- Basel II **prociclic** – adecvarea capitalului apare crescătoare
- Sistemul de contabilitate bazat pe piață – **prociclic**: trimite câștigurile de capital rezultate din creșterea prețului activelor direct în profit și rezerve de capital
- Sistemul bancar a răspuns prin adoptarea unui nou model de afaceri: modelul *originate and distribute*
- În bilanțurile băncilor au fost păstrate cele mai sigure active, iar cele cu cerințe de reglementare excesive au fost vândute
- Procesul de creditare a sectorului privat și procesul de securitizare s-au accelerat. CRIZA FINANCIARĂ SE DECLANȘEAZĂ ÎN 2007

II. Politici macroprudențiale. Unele delimitări teoretice

Definiția politicilor macroprudențiale (I)

- Conceptul de politici macroprudențiale poate fi definit cel mai bine prin reliefarea diferențelor față de politicile microprudențiale. Astfel, în timp ce politicile microprudențiale sunt preocupate de sănătatea fiecărei instituții financiar-bancare considerată individual, politicile macroprudențiale sunt interesate de viabilitatea sistemului financiar-bancar în ansamblu, ca nod esențial pentru funcționarea oricărei economii
- În timp ce obiectivul final al politicilor microprudențiale este acela de a asigura protecția investitorilor și deponenților fiecărei instituții de credit luată separat, obiectivul final al politicilor macroprudențiale este de a evita costurile macroeconomice rezultate din instabilitatea sistemului financiar în ansamblu
- Factorii de risc sunt considerați de către politicile microprudențiale ca fiind “exogeni” (exteriori instituțiilor de credit), în timp ce pentru politicile macroprudențiale ei sunt considerați ca fiind “endogeni” (generați de comportamentul colectiv al băncilor). Ca atare, riscul reliefat de politicile microprudențiale este de tip “idiosincratic” (particularizat la o anumită instituție de credit), în timp ce riscul care preocupă politicile macroprudențiale este de tip “sistemic”

Definiția politicilor macroprudențiale (II)

- Ca urmare a celor prezentate, corelarea și expunerea la șocuri comune a instituțiilor de credit sunt considerate irelevante de către politicile micropudențiale, dar sunt importante din perspectiva politicilor macroprudențiale
- Calibrarea supravegherii și a controalelor prudențiale este definită în termeni de urmărire a diferitelor instituții (abordare “*bottom-up*”) în politica micropudențială, în timp ce pentru politica macroprudențială ea este concentrată asupra sistemului financiar ca întreg (abordare “*top-down*”)

II. Politici macroprudențiale. Unele delimitări teoretice

Perspectiva macroprudențială versus perspectiva microprudențială

| | Macroprudențial | Microprudențial |
|--|--|--|
| Obiectivul imediat | Limitarea problemelor la nivelul întregului sistem financiar-bancar | Limitarea problemelor la nivelul fiecărei instituții de credit |
| Obiectivul final | Evitarea costurilor macroeconomice legate de instabilitatea financiară | Protejarea investitorilor și deponenților |
| Caracterizarea riscului | “Endogen” (dependent de comportamentul colectiv) | “Exogen” (independent de comportamentul individual al instituțiilor de credit) |
| Corelarea și expunerea la șocuri comune între instituții | Importantă | Irelevantă |
| Calibrarea controalelor prudențiale | <i>Top-down</i> ; urmăresc riscul sistemic | <i>Bottom-up</i> ; urmăresc riscul idiosincratic |

Sursa: Gabriele Galati & Richhild Moessner: “*Macroprudential policy – a literature overview*”.

BIS Working Papers, No. 337, februarie 2011 (apud: Claudio Borio: “*Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*”, BIS Working Papers, No. 128, februarie 2003)

Importanța politicii macroprudențiale (I)

- Claudio Borio (2003) aduce câteva argumente în favoarea politicii macroprudențiale:
 - ✓ O politică macroprudențială de succes conduce la îndeplinirea obiectivului final al politicii microprudențiale, respectiv o mai bună protecție a investitorilor și deponenților bancari. În acest sens, se poate afirma că politica microprudențială este „subsumată” politicii macroprudențiale
 - ✓ În timp ce politica microprudențială poate exagera prin măsuri administrative, în încercarea ei de a proteja fiecare instituție de credit și fiecare deponent, politica macroprudențială poate atinge un echilibru mai bun între disciplina pieței și disciplina administrativă, fără a încerca să ofere o protecție excesivă

Importanța politicii macroprudențiale (II)

- ✓ Din experiența istorică rezultă că sistemul financiar-bancar are o tendință internă spre prociclicitate. Subevaluarea riscului are loc concomitent, de către toți actorii pieței, iar dificultățile apar datorită expunerii tuturor la aceiași factori de risc, chiar dacă interconexiunile dintre instituțiile financiar-bancare nu sunt foarte strânse. De aici decurge necesitatea promovării de politici anticiclice
- ✓ Liberalizarea și inovarea financiară au întărit legăturile sistemice și au amplificat riscul de contagiune. O abordare holistică în determinarea vulnerabilităților devine cu atât mai necesară

Instrumentarul politicii macroprudențiale (I)

- În timp ce politica monetară are un singur obiectiv, stabilitatea prețurilor (în unele cazuri se adaugă alte obiective precum ocuparea forței de muncă) și un singur instrument, rata dobânzii de politică monetară (căreia i se poate adăuga în unele cazuri rata rezervelor minime obligatorii), în cazul politicii macroprudențiale atât obiectivele, cât și instrumentele sunt foarte numeroase
- Un obiectiv este acela de a se evita discrepanța dintre scadențele (“*maturity mismatch*”) activelor și cele ale pasivelor sistemului bancar. În acest sens, se utilizează instrumentul numit raportul lichidității (“*liquidity ratio*”), calculat ca raportul dintre lichiditatea efectivă și lichiditatea necesară și care trebuie să fie supraunitar. Acest instrument poate fi considerat la granița dintre politica microprudențială (viabilitatea fiecărei bănci în parte) și politica macroprudențială (sănătatea sistemului financiar-bancar ca întreg)

Instrumentarul politicii macroprudențiale (II)

- Un alt obiectiv este cointeresarea solicitanților de credit în utilizarea eficientă a acestuia, prin acoperirea de către aceștia a unei părți din necesarul de finanțare. Un instrument utilizat în acest caz este *“loan-to-value”* (LTV), calculat ca raport între volumul creditului acordat și volumul necesar de finanțare și care trebuie să fie subunitar. Și acest instrument poate fi considerat la granița dintre abordarea microprudențială și cea macroprudențială
- Un obiectiv similar (evitarea supraîndatorării excesive a debitorilor și diminuarea, pe această cale, a riscului de credit) se poate atinge prin instituirea unui raport între datorie și veniturile clientului (*“debt to income”*, *DTI ratio*) etc.

III. Macroprudențialitatea după 2007

Problema macroprudențialității după 2007

- Multe țări au adoptat diverse măsuri macroprudențiale după criza financiară declanșată în 2007
- Măsurile sunt destinate să crească abilitatea managerilor de a trata riscurile care provin din:
 - ✓ Evoluția ciclică a creditului și a lichidității indusă de factori precum *leverage*-ul, comportament de turmă, firme nefinanciare, gospodării etc.
 - ✓ Inovații financiare, dezvoltarea pieței de capital și eșecul unor instituții de importanță sistemică
- Fiecare măsură care vizează acești factori de risc țintește rezolvarea a două dimensiuni ale riscului (Andrew Crockett):
 - ✓ Dimensiunea temporală (*time dimension-TD*), adică prociclicitatea
 - ✓ Dimensiunea structurală a riscului (*cross-sectional dimension-C-SD*), adică distribuția riscului în sistem

Evoluții noi în domeniul instrumentelor macroprudențiale (I)

- Capitaluri tampon anticiclice (TD, Basel III)
 - ✓ Suprataxa sistemică pe capital (C-SD, Basel III)
 - ✓ Suprataxa sistemică privind lichiditatea (C-SD, Basel III)
 - ✓ Coeficienți *Loan-to-Value* (TD, piața imobiliară, Hong Kong, Singapore, China, Coreea de Sud)
 - ✓ Coeficienți *Loan-to-Income* (TD, Serbia)
 - ✓ Coeficienți *Debt-to-Income* (TD, Coreea de Sud)

- Limitarea creditului în perioade de *boom*:
 - ✓ Creditul agregat (TD, Serbia și Malaiezia)
 - ✓ Expuneri specifice (TD, Serbia și Malaiezia)

Evoluții noi în domeniul instrumentelor macroprudențiale (II)

- Măsuri structurale care ținesc mai ales limitarea riscului din speculații și a riscului sistemic
 - ✓ Interzicerea operațiunilor *proprietary trading* (Volcker-rule) (SUA)
 - ✓ Restricții privind operațiunile de tip *short selling* (Uniunea Europeană)
 - ✓ Limitarea utilizării derivativelor în cazul unor evenimente care amenință stabilitatea financiară

- Politica monetară și fiscală
 - ✓ Modificarea RMO (TD, Brazilia, Bulgaria, Columbia, China, India, Arabia Saudită)
 - ✓ Politica fiscală (pentru a calma speculațiile în sectorul imobiliar)
 - impozite pe documente legate de deținerea de proprietăți (TD, China, Hong Kong)

Dezvoltări recente în teoria și practica politicilor macroprudențiale (I)

- Un risc major subestimat atât de piețe, cât și de reglementatori, în perioadele de *boom* economic, îl constituie comportamentul impredictibil al fluxurilor de capital
 - ✓ Fluctuațiile intrărilor și ieșirilor de capital au fost abordate de unele țări prin (re)introducerea unor controale administrative
 - acestea constituie o soluție suboptimală, mai ales pentru țările emergente care depind pe termen lung, în vederea modernizării, de intrările de capital din exterior
 - în Uniunea Europeană, controalele fluxurilor de capital sunt interzise, iar o modificare a acestor prevederi ar necesita un acord interguvernamental

Dezvoltări recente în teoria și practica politicilor macroprudențiale (II)

- Soluția pentru problema volatilității fluxurilor de capital o constituie o combinație de politici macroeconomice, macroprudențiale și microprudențiale de calitate. **Oricât de performante ar fi politicile macroprudențiale, ele nu pot fi un substitut pentru politici macroeconomice bune** (Vinals, 2011)
 - ✓ De exemplu, relaxarea fiscală prociclică din România din perioada 2004-2008, însoțită de o relaxare prociclică a politicilor salariale, a trimis semnale perverse sistemului bancar și solicitanților de credit, determinându-i să subestimeze, *in corpore*, riscurile la care se expuneau. Astfel, chiar dacă BNR a aplicat o paletă largă de măsuri macroprudențiale, eficacitatea acestora a fost diminuată ca urmare a unor politici macroeconomice care au acționat în sens contrar.

Dezvoltări recente în teoria și practica politicilor macroprudențiale (III)

- Un alt risc major reliefat de recenta criză financiară internațională îl constituie concentrarea riscului în anumite instituții financiare considerate “prea mari pentru a se prăbuși” (“*too big to fail*”)
 - ✓ Ca urmare a abrogării, la sfârșitul anilor ‘90, a legii Glass-Steagall în Statele Unite ale Americii, s-a creat posibilitatea comasării băncilor de investiții cu băncile comerciale. Noile instituții s-au angajat frenetic în ceea ce se numește “*proprietary trading*”, utilizând banii deponenților de la structura comercială pentru a finanța investiții (de multe ori riscante) prin structura de investiții
 - ✓ Măsuri adoptate recent de Congresul American pentru corectarea situației cuprind:
 - separarea băncilor de investiții de băncile comerciale (conform Legii Dodd-Frank),
 - aplicarea așa-numitei “reguli Volcker”, care interzice “*proprietary trading*” pentru băncile de importanță sistemică.

Dezvoltări recente în teoria și practica politicilor macroprudențiale (IV)

- Riscul prociclicității constă în faptul că modelele, estimările și testele de stres făcute de bănci în perioadele de creștere economică pot fi exagerat de optimiste, neluând în calcul o deteriorare dramatică a condițiilor. Atunci când valoarea garanțiilor este corelată cu piața (“*mark-to-market*”), este posibil ca de multe ori această valoare să fie supraestimată
 - ✓ O soluție o reprezintă noul cadru prudențial Basel III, care solicită constituirea unui tampon de capital în perioadele de creștere peste potențial
 - ✓ Totodată, FMI a propus majorarea sistemică a capitalului și a lichidității, care să se bazeze pe contribuția marginală a instituției financiare la riscul sistemic

Dezvoltări recente în teoria și practica politicilor macroprudențiale (V)

- Pentru a se adresa riscului sistemic, au fost înființate o serie de noi instituții. De exemplu, în Europa a apărut *European Systemic Risk Board* (ESRB), în Marea Britanie s-a lansat *Financial Policy Committee* (FPC), iar în Statele Unite a fost înființat *Financial Stability Oversight Council* (FSOC)
- O problemă crucială o reprezintă modalitatea de coordonare a politicilor (având în vedere că politicile macroeconomice, macroprudențiale și microprudențiale ar trebui să acționeze concertat). De exemplu, ESRB nu are un control direct asupra instrumentelor de politică, așa cum are Banca Centrală Europeană. Se ajunge astfel la problema rolului pe care trebuie să îl joace băncile centrale în acest proces de coordonare a politicilor
- În opinia noastră, **băncile centrale trebuie să joace un rol proeminent în toate cele trei domenii** (politici macroeconomice, macroprudențiale și microprudențiale), deoarece pe de o parte au un interes vital în toate aceste domenii, iar pe de altă parte, dispun de competențele și de bazele de date necesare. O eventuală delegare de atribuții către alte instituții ar reprezenta o soluție suboptimală, având în vedere posibilele conflicte de interese ce ar putea apărea

Către o nouă înțelegere a compromisurilor necesare (I)

- Conflictele de obiective, de exemplu între politica monetară și politica macroprudențială, se pot dovedi inevitabile
 - ✓ Unii autori, precum Goodhart (2010), merg până la a afirma că băncile centrale ar trebui să se concentreze asupra stabilității financiare, lăsând politica de dobânzi (politica monetară) în seama guvernului. O asemenea soluție ar ignora lecțiile istorice ale perioadelor de inflație înaltă din anii '60-'80, când deciziile de politică monetară erau adoptate, în multe țări, de către politicieni
 - ✓ Considerăm că, și în noul context, independența băncii centrale în materie de politică monetară trebuie nu doar păstrată, ci chiar întărită, deoarece s-a demonstrat că aceasta asigură bazele unei creșteri economice sănătoase, neinflaționiste, pe termen lung

Către o nouă înțelegere a compromisurilor necesare (II)

- Este însă adevărat că, dacă băncile centrale se vor implica mai mult în asigurarea stabilității financiare, conflictele dintre acest obiectiv și acela de reducere a inflației nu vor dispărea
 - ✓ Păstrarea de către băncile centrale a unei anumite flexibilități tactice în abordare este importantă, putând exista perioade în care salvarea sistemului financiar-bancar să prevaleze asupra obiectivului de inflație (cel mai recent exemplu în acest sens fiind dat de acțiunile Băncii Angliei). Se poate accepta, în principiu, ca o singură agenție (în speță, banca centrală), deținătoare a întregului set de informații, să-și modifice în mod tactic obiectivele, iar această soluție să fie superioară celei în care mai multe agenții urmăresc obiective conflictuale

Către o nouă înțelegere a compromisurilor necesare (III)

- O problemă delicată este legată de pierderile înregistrate de o bancă centrală în legătură cu îndeplinirea mandatului său
 - ✓ Experiența istorică arată că, uneori, este inevitabil ca o bancă centrală să înregistreze pierderi legate de activitatea sa de reducere a inflației, datorate în principal operațiunilor de sterilizare. Cu atât mai mult, astfel de pierderi se pot amplifica dacă mandatul băncii centrale se extinde pentru a cuprinde în mod explicit stabilitatea financiară
 - ✓ Politicienii și publicul larg trebuie să înțeleagă că, dacă băncile centrale nu și-ar asuma, în mod transparent, respectivele pierderi, ele ar apărea într-o altă formă, fie printr-o inflație mai mare (o taxă implicită asupra întregii populații), fie prin apelul la surse bugetare pentru a salva bănci aflate în dificultate etc.
 - ✓ În concluzie, pierderile înregistrate de o bancă centrală în legătură cu îndeplinirea mandatului său nu ar trebui să servească drept pretext pentru o imixtiune a politicului în activitatea băncii centrale, ci ar trebui să fie acceptate ca un cost transparent pe care societatea l-ar plăti într-un fel sau altul

Concluzii privind instrumentele macroprudențiale

- Progresul este inegal
- Este necesară continuarea eforturilor pentru crearea unui cadru internațional coerent de prevenire a crizelor
- FMI, *Financial Stability Board* și BIS lucrează pentru a veni cu propuneri

IV. Utilizarea de către BNR a politicii macroprudențiale

Motive și limite

- Întrucât rata dobânzii de politică monetară este principalul instrument utilizat pentru atingerea obiectivului de stabilitate a prețurilor (neputând fi folosit în scopuri macroprudențiale), Banca Națională a României a răspuns la acumularea de dezechilibre din faza de *boom* (2003-2008) printr-o gamă largă de măsuri
- Eficiența măsurilor adoptate a fost relativ limitată, îndeosebi după liberalizarea completă a contului de capital în septembrie 2006. Totuși, se poate argumenta (chiar în lipsa unui scenariu contrafactual) că măsurile respective au limitat dezechilibrele macroprudențiale majore care ar fi putut apărea în lipsa lor

Măsurile adoptate (I)

- Introducerea raportului de lichiditate (“*liquidity ratio*”) prin Normele BNR nr. 1/2001, care la care s-au adus mai multe amendamente, cele mai importante prin Normele BNR nr. 7/2009 și prin Regulamentul BNR nr. 24/2009
- Introducerea raportului “*loan-to-value*” (LTV) prin Normele BNR nr. 16/2003, unde se stabilește un plafon maxim de 75%, modificate prin Regulamentul BNR nr. 3/2007
- Introducerea indicatorului “*debt-to-income*” (DTI) prin Normele BNR nr. 15/2003 și 16/2003, unde se stabilesc plafoane de îndatorare de 30% din venit (pentru creditul de consum), respectiv de 35% din venit (pentru creditul imobiliar); venitul este considerat pe familia debitorului, net de alte obligații

Măsurile adoptate (II)

- Introducerea expunerii maxime a creditului în valută către debitorii neprotejați (“*unhedged borrowers*”) prin Normele BNR nr. 11/2005, care stabilesc o limită de 300% din fondurile proprii
- Majorarea graduală a ratei RMO pentru pasivele în valută cu scadențe de peste doi ani ale instituțiilor de credit de la 25% la 40% în perioada 2004-2006. Măsura a fost relativ eficientă, reușind să reducă pentru un timp ritmul de creștere a creditelor în valută

Acordul de la Viena

- Un instrument „heterodox” a constat în semnarea în aprilie 2009 a așa-numitului Acord de la Viena, între BNR și băncile-mamă ale principalelor nouă instituții de credit cu acționariat străin prezente în România (acoperind circa 70% din activele bancare), sub egida FMI și a Comisiei Europene. Acordul de la Viena a avut trei componente:
 - ✓ Menținerea expunerii totale pe România a celor nouă instituții de credit
 - ✓ Creșterea gradului de capitalizare a fiecărei bănci implicate la peste 10%
 - ✓ Restricții în acordarea de dividende în anii de criză economică, de la caz la caz

Toate aceste trei angajamente au fost îndeplinite, rezultatul fiind că România a evitat o criză financiar-bancară, iar guvernul nu a fost nevoit să intervină pentru salvarea niciunei bănci sau pentru despăgubirea vreunui deponent

V. Ultimele evoluții

Politicile macroprudențiale pot fi utile, dar suntem departe de a le înțelege pe deplin efectele

- De aceea, nu reprezintă o soluție magică
- Obiectivul macroprudențialității nu este încă bine conturat, cum este de exemplu obiectivul politicii monetare referitor la stabilitatea prețurilor. În cazul politicilor macroprudențiale riscul sistemic este multidimensional și dificil de măsurat
- Instrumentele politicilor monetare și fiscale sunt bine definite. În cazul politicilor macroprudențiale există posibilitatea utilizării a numeroase instrumente, dintre care unele nu au fost niciodată folosite în practică
- Mecanismele de transmisie ale politicilor macroprudențiale nu sunt încă pe deplin cunoscute

Politicele macroprudențiale și interacțiunea lor cu alte politici (I)

- **Nu sunt un substitut pentru politicile solide tradiționale microprudențiale**, care asigură soliditatea instituțiilor financiare individuale
 - ✓ Reglementarea și supravegherea adecvată a instituțiilor financiare individuale sunt condiții pentru o politică macroprudențială efectivă

- **Nu sunt un substitut pentru politicile solide macroeconomice**
 - ✓ Politicile monetare și fiscale trebuie să rămână prima linie de apărare împotriva distorsiunilor și dezechilibrelor macroeconomice

Politicile macroprudențiale și interacțiunea lor cu alte politici (II)

- **Asigurarea stabilității financiare este o responsabilitate comună (globalizarea reglementării?)**
- Politicile pentru care stabilitatea financiară este un obiectiv secundar trebuie să aibă în vedere implicațiile acțiunilor lor
- Cu cât sunt mai eficiente politicile microprudențiale și politicile macroeconomice în crearea de *buffers*, cu atât scade nevoia de a apela la politici macroprudențiale

Politicile macroprudențiale și interacțiunea lor cu alte politici (III)

➤ Banca centrală:

- ✓ Are expertiză în monitorizarea mediului macroeconomic și a sistemului financiar, ceea ce aduce claritate în ceea ce privește costurile și beneficiile politicilor macroprudențiale
- ✓ Poate evalua riscul sistemic și impactul eșecului unei anumite bănci
- ✓ Ajută procesul prin reputație bună și independență

➤ Ministerul Finanțelor:

- ✓ Ia în calcul politica fiscală și unele dintre instrumentele sale
- ✓ Rol în discutarea modificărilor legislative și a implicațiilor lor
- ✓ Inconvenient: inclinație expansionistă în perioade de alegeri

➤ Reglementatorii și supraveghetorii:

- ✓ Activează instrumentele macroprudențiale în situația în care acestea nu sunt sub controlul lor operațional

Instituțiile (sau cine exercită supravegherea macroprudențială) la nivelul Uniunii Europene

- În Uniunea Europeană s-a creat Comitetul European al Riscului Sistemic (ESRB), care colaborează cu ESAs (Autoritățile europene de supraveghere)
- Băncile centrale naționale și BCE sunt implicate în supravegherea macroprudențială din cel puțin trei motive:
 - ✓ Cunosc în profunzime sistemul financiar
 - ✓ Au un interes clar în asigurarea stabilității financiare din perspectiva contribuției pozitive a acestora asupra mediului macroeconomic
 - ✓ Reprezintă sursa de lichiditate de ultimă instanță

Instituțiile (sau cine exercită supravegherea macroprudențială) la nivel internațional

- *Financial Stability Board (FSB) – BIS*
- *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*
- *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*
- *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*

Instituțiile (sau cine exercită supravegherea macroprudențială) la nivel național

- Diverse structuri instituționale la nivel național:
 - ✓ *Financial Policy Committee* (Marea Britanie)
 - ✓ *Financial Stability Oversight Council* (SUA)
 - ✓ *Financial Regulations and Systemic Risk Council* (Franța)
 - ✓ Structuri similare în unele economii emergente (i.e. Mexic, Malaiezia)

Un cadru care începe să se contureze privind riscul sistemic: trăsăturile generale (I)

- **Instituțiile importante pentru sistem sau importante la nivel global (G-SIFI)** trebuie să aibă o mai mare capacitate de absorbție a pierderilor pentru a reduce probabilitatea și impactul eșecului (FSB și *standard setters* trebuie să stabilească măsura în care această capacitate trebuie extinsă, tipul de instrumente, instituțiile care au nevoie de o capacitate crescută)
- **Rezoluția G-SIFI trebuie să fie o opțiune viabilă** – stabilirea unei autorități cu puteri, resurse și capacitate operațională, principiile și cadrul de cooperare transfrontalieră, planuri de recuperare și soluții (*recovery and resolution plans*), setul de opțiuni care asigură continuitatea funcțiilor critice etc.

Un cadru care începe să se contureze privind riscul sistemic: trăsăturile generale (II)

- **Supravegherea trebuie să fie mai eficientă** pentru a asigura detectarea proactivă a problemelor și intervenția rapidă (mandat clar, puteri adecvate, evaluare riguroasă a riscurilor în colegii internaționale de supraveghere, metode de supraveghere adecvate riscului și complexității G-SIFI)
- **Infrastructura financiară de bază trebuie întărită pentru a reduce riscul contagiunii** (3 inițiative importante: decontare centrală pentru contractele OTC standardizate, îmbunătățirea infrastructurii pentru piața repo tripartită din SUA, întărirea standardelor pentru reglementare)
- **Asigurarea implementării efective și coerente a politicilor naționale privind G-SIFI**

Basel III: riscul sistemic

- **Instituțiile importante pentru sistem sau importante la nivel global (G-SIFI)** trebuie să aibă standarde de capital mai mari pentru că impactul lor este mai mare, expune întregul sistem la risc, nu există încă scheme de rezoluție globală, reduce hazardul moral asociat cu *too big to fail* (citiți *Too Big Too Fail*)
- **Măsurile trebuie să fie complementare:** o supracerință de capital trebuie acompaniată de alte măsuri care să reducă probabilitatea de eșec (în perioada *going concern*) și severitatea eșecului
- **Este nevoie de metodologii clare de identificare a SIFI** (nu există un model formal pentru evaluarea impactului sistemic, dar pot fi utilizați mai mulți indicatori integrați pe baza unor ponderi adecvate)
- **Caracteristici cheie ale metodologiei:** a) grupează (*tiering*) instituțiile și asigură progresivitatea capitalului pe grupe; b) permite realizarea unei liste dinamice, pe baza recalculării indicatorilor; c) prezintă transparență, reducând astfel riscul SIFI-zării sistemului; în cazuri extreme prevalează evaluările calitative

Basel III: integrarea suprataxei

- **Capitalul minim și cerințele de lichiditate:** se aplică tuturor băncilor (4,5% capital comun)
- **Băncile cu activitate complexă pe piața de capital:** au nevoie de ROA mai mari pentru a face față riscurilor specifice
- **Toate băncile trebuie să dețină capital tampon pentru conservarea capitalului și capital tampon anticiclic** (2,5% din capitalul comun – *common equity*)
- **Cerință suplimentară privind capitalul pentru G-SIFI** – vizează externalitățile pe care aceste instituții le creează în caz că ar eșua (astfel, suprataxa nu este inclusă în cerințele microprudențiale ale Basel III)

Basel III: cum să satisfacem cerințele mai mari de capital

- Pentru a atinge obiectivele, **capitalul trebuie să absoarbă integral pierderile în perioada de aglomerare a problemelor** (*going concern*)
- **Common equity** (acțiuni ordinare și profiturile reținute) satisface acest standard, așa cum a dovedit-o testul recente crize
- **Bail-in debt** și **capitalul contingent** (*contingent capital bond*, așa numitul CoCos) ajută în cazul atingerii unor parametri declanșatori, dar nu în *going concern*

Basel III: CoCos (I)

- **Argumente pentru folosirea lor:**
 - ✓ **Poate întări disciplina de piață** din moment ce CoCos reprezintă datorii
 - deținătorii de CoCos monitorizează mai bine riscul băncii datorită pierderii potențiale de principal
 - acționarii monitorizează mai bine riscul băncii datorită pericolului diluării capitalului dacă se declanșează conversia
 - ✓ Prețul de piață al CoCos oferă informații cu privire la percepția pe care o are piața despre sănătatea băncii
 - ✓ Prețul lor poate fi mai mic decât cel al acțiunilor, prevenind *shadow banking*

Basel III: CoCos (II)

➤ **Argumente împotriva folosirii CoCos:**

- ✓ Instrument nou, netestat
- ✓ Data maturității și plata cuponului înaintea conversiei limitează absorbția pierderilor
- ✓ Incertitudini referitoare la comportamentul deținătorilor de CoCos:
 - conversia poate fi privită ca un fenomen negativ, subminând încrederea
 - în apropierea evenimentului declanșator crește presiunea pentru scăderea prețului acțiunilor deoarece declanșarea evenimentului înseamnă diluarea capitalului, ceea ce duce la vânzarea acțiunilor de către deținătorii de CoCos (așa-numita “spirală a morții”)

VI. Concluzii

Concluzii (I)

- Este necesară continuarea eforturilor pentru crearea unui cadru internațional coerent de prevenire a crizelor
- FMI, *Financial Stability Board* și BIS lucrează pentru a veni cu propuneri. Acestea trebuie să fie bazate pe un număr mare de țări, instrumente, practici ale căror rezultate se cunosc
- Procesul trebuie să includă testări ale instrumentelor
- Cooperarea internațională este necesară pentru a aborda toate riscurile sistemice și pentru a evita potențiale conflicte de politică

Concluzii (II)

- Regulile trebuie să predomine în raport cu utilizarea acțiunilor discreționare
- Regulile asigură împotriva complacerii. Se știe că beneficiile generate de politicile macroprudențiale apar pe termen lung, ceea ce mărește riscul complacerii
- Un anumit grad de discreție poate fi util dacă evenimentele se desfășoară cu rapiditate și dacă sursele riscului sistemic sunt supuse schimbării
- Monitorizarea continuă a unui set larg de informații este esențială

Bibliografie selectivă

Bibliografie selectivă (I)

- Andresen, Svein “Addressing systemic risk in shadow banking”, BIS AGM, iunie 2011
- Borio, Claudio “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, BIS Working papers, No. 128, februarie 2003
- Borio, Claudio “The macro prudential approach to regulation and supervision: where do we stand?”, Erfaringer og udfordringer, Kredittilsynet 1986-2006
- Borio, Claudio & Shim, Ilhyock “What can (macro) prudential policy do to support monetary policy?”, BIS Working papers, No. 242, decembrie 2007
- Brunnermeier, Markus, Crocket, Andrew, Goodhart, Charles, Persaud, D., Avinash, Shin, Hyun “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, Geneva Reports on the World Economy No. 11, 2009
- Caruana, Jaime “Monetary policy, financial stability and asset prices”, Occasional papers, No. 0507, Bank of Spain
- Clement, Piet “The term “macro prudential”: origins and evolution” BIS Quarterly Review, martie 2010
- Crockett, Andrew “Marrying the micro and macroprudential dimensions of financial stability” Basel, Switzerland, septembrie 2000
- Crockett, Andrew “What financial system for the 21st century?”, Per Jacobsson lecture and BIS AGM panel discussion, iunie 2011

Bibliografie selectivă (II)

- Evans, Owen, Leone, Alfredo,
Gill, Mahinder, Hilbers, Paul,
Blaschke, Winfrid, Krueger,
Russell, Moretti, Marina,
Nagayasu, Jun, O'Brien,
Mark, Berge, Joy ten,
Worrell, DeLisle
- Galati, Gabriele,
Moessner, Richhild
- Goodhart, Charles
- Harold, James
- Knight, Malcolm
- Lamfalussy, Alexandre
- “Macprudential indicators of financial system soundness”,
IMF Occasional paper, No. 192, 2000
- “Macprudential policy – a literature review”, BIS Working
Papers, No. 337, februarie 2011
- “The changing role of Central Banks”, BIS Conference
“The future of central banking under post-crisis mandates”,
iunie 2010
- “Central banks: between internationalization and domestic
political control”, BIS Conference “The future of central
banking under post-crisis mandates”, iunie 2010
- “Marrying the micro- and macroprudential dimensions of
financial stability: six years on”, discurs în cadrul 14th
International Conference of Banking Supervisors, Mérida,
2006
- “Keynote speech”, BIS Conference “The future of central
banking under post-crisis mandates”, iunie 2010

Bibliografie selectivă (III)

- Larosière, Jacques,
Balcerowicz, Leszek, Issing,
Otmar, Maser, Rainer, Mc
Carthy, Callum, Nyberg,
Lars, Pérez, José, Ruding,
Onno
- Report of the high-level group on financial supervision in the
EU, Comisia Europeană – Grupul de Larosière, 2009
- Moreno, Ramon
- “Policymaking from a “macro prudential” perspective in
emerging market economies, BIS Working papers, No. 336,
ianuarie 2011
- Malcom, Knight
- “Marrying the micro- and macroprudential dimensions of
financial stability: six years on”, discurs în cadrul 14th
International Conference of Banking Supervisors, Mérida, 2006
- Vinals, Jose
- “The do’s and don’ts of macroprudential policy” EC and ECB
Conference on Financial Integration and Stability, Brussels,
mai 2011
- Walter, Stefan
- “Identification and capital treatment of G-SIFIs”, BIS AGM,
iunie 2011
- White, William
- “Pro-cyclicality in the financial system: do we need a new
macro financial stabilization framework?”, BIS Working papers,
No. 193, ianuarie 2006
- * * *
- Rapoarte anuale BRI – 1977, 1997, 2001, 2002, 2008, 2009,
2011