



EFECTE INDUSE DE CRIZA FINANCIARĂ ȘI ECONOMICĂ GLOBALĂ ÎN NOILE STATE MEMBRE ALE UNIUNII EUROPENE

*drd. Adina CRISTE**
*Elena Ana MOȘNEANU***

Rezumat

Criza financiară globală a transmis o serie de factori care au agravat situația economiilor noilor state membre ale Uniunii Europene, pe fondul existenței unor relații financiare și comerciale puternice cu țările europene dezvoltate. În acest articol facem o scurtă prezentare a unor vulnerabilități induse de această situație, subliniind faptul că acolo unde investițiile străine au dezvoltat oferta internă (pe segmentul *tradable*), vulnerabilitățile sunt mai mult temporare, cel mai grav afectate fiind acele țări care au avut în ultimii ani creșteri economice pe baza consumului și investiții orientate cu precădere în domeniul imobiliar.



Abstract

Criza financiară globală a transmis o serie de factori care au agravat situația economiilor noilor state membre ale Uniunii Europene, pe fondul existenței unor relații financiare și comerciale puternice cu țările europene dezvoltate. În acest articol facem o scurtă prezentare a unor vulnerabilități induse de această situație, subliniind faptul că acolo unde investițiile străine au dezvoltat oferta

* Cercetător științific, Centrul de Cercetări Financiare și Monetare "Victor Slăvescu", ACADEMIA ROMÂNĂ.

** Cercetător științific III, Centrul de Cercetări Financiare și Monetare "Victor Slăvescu", ACADEMIA ROMÂNĂ.

internă (pe segmentul *tradable*), vulnerabilitățile sunt mai mult temporare, cel mai grav afectate fiind acele țări care au avut în ultimii ani creșteri economice pe baza consumului și investiții orientate cu precădere în domeniul imobiliar.

Cuvinte-cheie: criză financiară, lichiditate, aversiune față de risc

Cod JEL: E44, E58, F15, F36

De la jumătatea lunii septembrie 2008, de când s-a anunțat prăbușirea gigantului american Lehman Brothers, criza financiară, manifestată până atunci în țările dezvoltate, a intrat într-o nouă perioadă, prin afectarea directă a țărilor emergente, inclusiv a noilor state membre ale Uniunii Europene (pe scurt, NSM)¹. De fapt, falimentul acestei instituții a reprezentat un *șoc asupra încrederii*, la care firmele și gospodăriile au reacționat printre altele prin amânarea investițiilor și a cheltuielilor. Criza financiară, manifestată prin lipsa lichidității pe piețele globale și prin reevaluarea riscurilor de către investitorii internaționali, a redus și disponibilitatea creditării economiei reale, a firmelor și gospodăriilor, ceea ce a accelerat declinul cererii. Acest declin și-a pus amprenta pe activitatea productivă și comercială care s-au redus semnificativ, nu numai în țările dezvoltate, ci și în țările emergente. Guvernele au anunțat acțiuni fiscale cu intenția de a atenua efectele crizei asupra economiei reale, dar acestea nu au reușit să declanșeze o revizuire rapidă a previziunilor pentru activitatea economică în viitor. Datele macroeconomice indică o scădere dramatică a activității industriale pe plan mondial, ceea ce reflectă intrarea economiei mondiale într-o perioadă de recesiune (Comisia Europeană, 2009).

Preocupările din ce în ce mai mari legate de recesiune și deteriorarea stabilității financiare prin creșterea aversiunii față de risc, au reprezentat principalele caracteristici ale acestei noi perioade. Neîncrederea manifestată față de unele țări emergente a dus la reducerea lichidității interbancare, care la rândul său a indus creșteri record ale ratelor dobânzilor interbancare, în majoritatea NSM. Pe

¹ *Până în acel moment aceste țări nu au suferit turbulențe grave pe piețele financiare, având în vedere faptul că băncile din aceste state dețin într-o proporție neglijabilă sau deloc active toxice, iar inovările financiare sunt foarte slabe. Doar Letonia a avut probleme financiare încă de la începutul anului 2007.*

lângă reducerea finanțării în monedă străină și blocarea piețelor monetare interbancare, *spread*-ul obligațiunilor și CDS-urile asupra datoriei guvernamentale s-au deteriorat brusc², exercitându-se de asemenea presiuni asupra monedelor naționale. Sentimentul de pesimism indus de recesiunea din NSM și implicit reducerea și mai puternică a apetitului față de risc s-a menținut și în prima parte a anului 2009 și s-a reflectat în deprecieri ale monedelor naționale în țările cu un regim valutar flexibil (în special ale acelor țări care depind foarte mult de ciclul economic global), precum și în creșterea neîncrederii în mediul politic, în general.

Această criză financiară implică și un risc politic. Acum douăzeci de ani țările foste comuniste au îmbrățișat cu entuziasm capitalismul de piață și democrația. Prin stabilirea ca obiectiv general aderarea la structurile europene, NSM au ales să fie sub o umbrelă supra-naționalistă, iar acest lucru are numeroase riscuri de ordin politic, social și economic. Valorile naționale sunt înlocuite cu așa-numitele „valori comunitare”, la origine niște noțiuni abstracte, iar în plan concret, interpretabile, de multe ori neviabile pe termen lung³.

Criza financiară globală a transmis o serie de factori care au agravat evoluțiile economiilor noilor state membre⁴.

² Nivelul CDS (*credit default swap*) reflectă percepția investitorilor cu privire la mediul macroeconomic dintr-o țară.

³ Deși nu face obiectul acestei lucrări, trebuie amintite aici acele tendințe „comunitare” de a încuraja comportamente care intră în contradicție cu principiile creștine, considerate temelia existenței continentului european, și în contradicție cu libertatea și cu viața însăși: reclamarea excesivă a drepturilor și mai puțin a responsabilităților cetățenești, afirmarea drepturilor unor minorități, în detrimentul majorității, nerecunoașterea faptului că unele comportamente ale unor minorități sunt de ordin patologic, încercarea de a controla populația prin metode tehnice, înregimentarea electronică a populației etc.

⁴ Există și factori care se consideră că au atenuat impactul acestei crize financiare globale, printre care: 1) Statutul de membru al UE (a contribuit la realizarea unei instituții politice mai puternice) care conferă o credibilitate mai mare NSM; 2) Prezența băncilor străine în NSM, ceea ce ar însemna faptul că și acestea sunt interesate să ajute filialele lor, pentru că fără capital occidental băncile din regiune ar fi fost lipsite de lichiditate în euro; 3) Participarea UE în managementul crizei multilaterale a creditului, pentru combaterea fenomenului de contagiune de la o țară la alta (Ungaria a fost ajutată prompt); 4) Convenții de reechiziții Repo între

Astfel, NSM suferă vulnerabilități induse de deschiderea spre exterior a economiilor, prin influxurile de capital care le-au „invadat” în ultimii ani. În perioadele normale, de stabilitate, aceste influxuri sunt benefice, contribuind la dezvoltarea economiei, dar în perioadele de turbulențe, produse în exterior, contagiunea poate anula aceste efecte. Una dintre vulnerabilități este indusă de activitatea *comercială externă și de investițiile străine directe*. Economiiile NSM depind foarte mult din punct de vedere comercial și financiar de UE, deci și de Zona Euro. Recesiunea din Zona Euro a determinat reducerea drastică a exporturilor din NSM către această regiune. Un alt element vulnerabil care a reieșit din conjunctura actuală de criză este *dependența sectorului bancar din NSM de cel din statele occidentale*, sectorul bancar intern fiind afectat de tendințele financiare internaționale, din trimestrul IV al anului 2008, prin încetinirea bruscă sau chiar stoparea activității de creditare bancară a gospodăriilor și firmelor. Pe de o parte, încetinirea activității economice și creșterea nesiguranței în privința așteptării veniturilor au frânat dorința firmelor și a gospodăriilor de a apela la credite, iar pe de altă parte, scăderea apetitului băncilor de a prelua riscul a determinat o înăsprire a condițiilor de creditare și o creștere a prețurilor la credite.

Legarea noile state membre ale UE de condițiile din Zona Euro, de importanța monedei euro în economiile acestora, în condițiile existenței unei dominații financiar-bancare asupra acestor țări din partea instituțiilor financiare europene (băncile-mamă, Banca Centrală Europeană), reprezintă un caz particular al vulnerabilităților induse de deschiderea către exterior a acestor economii și un canal de transmisie a efectelor crizei în noile state membre. Astfel, în condițiile în care piața monetară interbancară din Zona Euro era aproape paralizată în ultima parte a anului 2008, băncile comerciale din NSM (în special cele autohtone) au început să se confrunte cu lipsa lichidității în euro, acestea având *acces restricționat la lichiditatea în euro*. Băncile centrale naționale au putut oferi lichiditate în euro prin apelarea la rezervele valutare proprii, dar în perioadele de criză acest demers nu pare a fi sensibil. Un alt element de

BCE și băncile centrale. Această facilitate a BCE a fost introdusă în octombrie 2008 - pentru Ungaria și în noiembrie 2008 - pentru Polonia, și a ajutat băncile comerciale din cele două țări să efectueze operațiuni swap prin intermediul băncilor lor centrale, operațiuni pe care le-a efectuat anterior cu băncile comerciale din Zona Euro.

vulnerabilitate îl reprezintă *denominarea în moneda locală a obligațiunilor guvernamentale*, având în vedere că lista titlurilor de valoare eligibile pentru refinanțarea BCE nu include și obligațiunile emise de guvernele NSM, denumite în moneda locală, iar lipsa lichidității a făcut neatractivă pentru instituțiile financiare din Zona Euro deținerea unor asemenea obligațiuni. Prin urmare, prețurile acestor titluri au scăzut foarte mult. Tot în contextul legării de moneda euro a economiilor NSM a apărut și problema unei *gestionări asimetrice a lichidității și creditului, din partea băncilor-mamă din Europa de Vest*. În perioadele de stres puternic unele dintre băncile-mamă au avut ca prioritate atragerea de lichiditate în țara de origine. Astfel, încercarea acestei bănci de a remedia lipsa de lichiditate din Zona Euro prin atragerea de euro de pe piețele din NSM, au afectat în special băncile care nu aveau acces la lichiditate din partea băncilor-mamă. Băncile ar putea de asemenea să-și reducă creditarea în mod asimetric în viitor, fie ca o reacție firească la fenomenul de înrăutățire a condițiilor economice în NSM, fie ca un efect al angajamentelor de a menține sau de a spori creditarea în țara de origine, ca o compensare la recapitalizarea publică. Pe de altă parte, având în vedere că economiile NSM s-au dezvoltat pe baza investițiilor din exterior, cu precădere din țările în care își au originea băncile-filiale, există riscul ca o asemenea atitudine de trecere în planul al doilea a acestor bănci să afecteze pe viitor și băncile-mamă, prin efectele de antrenare, ca urmare a legăturilor existente între filialele marilor companii (originare din aceeași țară cu băncile-mamă) și filialele băncilor (cazul Austriei, cu bănci mari care și-au deschis filiale în România și în alte țări est-europene și cu companii care au investit masiv în economiile NSM).

Criza a evidențiat faptul că diferențele dintre țările emergente și cele dezvoltate sunt în primul rând de ordin calitativ. Criza de încredere a generat o reorientare a investitorilor către acele țări care se bucură de mult timp de stabilitate economică, aceștia preferând în locul țărilor care înregistrau creșteri spectaculoase pe cele care aveau traiectorii de creștere economică mai lentă, dar a căror stabilitate economică era îndelungată și care se bucură de o maturitate instituțională mai bună - cazul Germaniei. Astfel, investitorii și-au schimbat rapid preferințele în privința activelor riscante, cererea de instrumente cu risc scăzut crescând semnificativ, deși randamentele la aceste titluri sunt mai slabe. În căutarea unor

oportunități de investiții cu risc scăzut, capitalul a migrat către titlurile guvernamentale - considerate cele mai sigure - în special pentru titlurile de stat și depozitele bancare din SUA și Germania și au afectat majoritatea țărilor emergente, dar și țări din Zona Euro. Vulnerabilitățile specifice la nivelul fiecărei țări au jucat un rol important, așa cum indică corelația dintre costul operațiunilor cu credite neperformante (CDS) și deficitul de cont curent al balanței de plăți externe. În timp ce această corelație era valabilă înainte de declanșarea crizei în această regiune, relația a devenit mai rigidă în ultima vreme, în sensul că deficitul extern nu au înregistrat modificări dramatice, pe când costul CDS a crescut substanțial.

Deși s-a observat un declin al ratei dobânzii la obligațiunile germane (German Bund) comparativ cu ultimii ani, în Zona Euro (luată ca întreg), plățile dobânzilor raportate la PIB vor rămâne la niveluri stabile. Acest lucru este determinat de o creștere a diferențialului randamentelor față de obligațiunile germane, deoarece investitorii și-au schimbat atitudinea, făcând diferențe între emitenții obligațiunilor suverane, prin aceasta crescând costul finanțării datoriei guvernamentale pentru anumite țări (Comisia Europeană, 2009).

O mare parte a creditului către sectorul privat (gospodării și firme) în multe dintre NSM este în valută, mai ales în euro (excepție face Ungaria, aceasta având și credite în franci elvețieni și în yen japonezi). Împrumuturile în valută au fost încurajate mai curând de diferențialul în privința ratelor de dobândă decât de așteptările legate de evoluția cursului de schimb pe termen mediu. Ca o consecință a deprecierei cursurilor de schimb flexibile, combinată cu o scădere a activității economice și o creștere a șomajului, a crescut nivelul creditelor neperformante. Băncile reacționează prin creșterea provizioanelor privind pierderile și prin reducerea activității de creditare, acest lucru exacerbând declinul activității economice. Mai mult, de când băncile-mamă au început să întâmpine dificultăți în țările lor, au redus fondurile destinate filialelor din NSM. În timp ce băncile mamă aveau acces la finanțarea de la BCE, această facilitate nu este disponibilă pentru băncile din afara Zonei Euro. Acțiunea simultană va menține probabil creditul restrâns și ratele ridicate de dobândă în NSM, în următoarea perioadă.

Țările din centrul și estul Europei au fost afectate puternic de criza globală ca urmare a riscului ridicat perceput de către investitori asupra țărilor emergente, inclusiv a țărilor din această regiune. Pe

termen scurt, criza globală a redus foarte mult investițiile străine directe. În prezent țările cu capital majoritar străin în sistemul bancar și cu influxuri masive de capital sunt percepute în dezavantaj, în condițiile în care până acum acesta era un punct forte.⁵ De altfel, criza financiară globală a scos la iveală poate mai repede decât se aștepta riscurile unei dezvoltări a economiei pe baza capitalului extern orientat în sectoare care nu contribuie la îmbunătățirea capacității acelei economii de a-și achita datoriile. Reversul influxurilor de capital este și mai dramatic, în special în țările baltice, din cauza faptului că utilizarea capitalului a fost cu precădere orientat spre domeniul imobiliar care a luat amploare în aceste state. O dezvoltare sustenabilă pe termen lung reclamă direcționarea influxurilor de capital spre sectorul producției *tradable* pentru creșterea productivității în acest sector, generându-se astfel venituri viitoare. Avantajele influxurilor de capital extern le-au cunoscut acele țări care și-au dezvoltat oferta internă prin investițiile străine (Cehia), dar sunt afectate de reducerea comenzilor externe ale produselor lor, în această perioadă.

Bibliografie

1. Ahearne, A. von Hagen, J. și Schmitz, B (2008) - *Current account imbalances in the Euro area*, Bruegel Third-Party Paper, Belgia, Bruegel
2. Dabrowski, M. (2009) - *Global Financial Crisis: Lessons for European Integration*, Varșovia, Case Network Studies & Analyses
3. Darvas, Z. și Szapáry, G. (2008) - *Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies*, Bruxelles: European Economy - Economic Papers nr. 304, Directorate-General for Economic and Financial Affairs

⁵ Riscul expunerii la criză prin capitalul străin se poate evalua ca pondere în PIB a datoriei externe nete, în condițiile în care aceasta este foarte ridicată și poate fi retrasă rapid. De asemenea, ponderea ridicată a creditului în valută generează riscul neachitării datoriei.

4. European Commission (2009) - *Economic Forecast. Spring 2009*, Bruxelles: European Economy nr. 3, Directorate-General for Economic and Financial Affairs
5. Langedijk, S. și Roeger, W. (2007) - *Adjustment in EMU: A model-based analysis of country experiences*, Bruxelles: European Economy - Economic Papers nr. 274, Economic and Financial Affairs DG, European Commission
6. Moldoveanu, M. și colectiv (2004), *Evoluția procesului de globalizare și integrare regională la început de secol și mileniu*, Academia Română, Centrul de Informare și Documentare Economică, București
7. Pisani-Ferry, J. Aghion, P. Belka, M. von Hagen, J. Heikensten, L. și Sapir, A. (2008) - *Coming of age: Report on the euro area*, Bruxelles: Bruegel Blueprint Series, Volumul IV
8. Pop, N. și colectiv (2008) - *Evaluarea politicilor macroeconomice ale țărilor membre ale Uniunii Europene, din punct de vedere al proceselor de convergență necesare adoptării euro*, proiect de cercetare, București, CCFM „Victor Slăvescu”
9. Vamvakidis, A. (2008) - *Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities* IMF, WP/08/181, iulie 2008, Washington, DC.