

# Opinii privind cauzele crizei financiare actuale

---

Ana Bal

*The current financial crisis is a complex and developing phenomena. It generates many debates. This paper presents two aspects. Firstly, the mechanism of the crisis, from the US subprime crisis to the international contagion. Secondly, the opinions of some reputed economists about its main causes: financial deregulation, global imbalances, securitization and others.*

*Key words: financial crisis, deregulation, global imbalances, securitization, contagion.*

JEL classification: F34, F40.

Când vorbim despre o criză financiară? Criza este definită de unii specialiști (M. Aglietta, 2001), pornind de la teoria informației asimetrice (care poate fi utilizată în cazul crizei actuale drept o grilă corectă de analiză) ca fenomenul care apare atunci când se cumulează fenomenele de selecție adversă<sup>1</sup> și de hazard moral<sup>2</sup> până la un nivel la care piețele nu mai direcționează fondurile disponibile către agenții economici care reprezintă cele mai bune opțiuni investiționale.

În iunie 2007 banca de investiții americană Bear Stearns anunța că cele două fonduri de hedge pe care le gira pierduseră aproape tot capitalul lor și că ea însăși pierduse în 3 zile toate lichiditățile sale (17 miliarde USD!), fiind în pragul falimentului. Era debutul crizei „subprime”,

---

<sup>1</sup> Are loc atunci când creditorii, prost informați sau puțin responsabili, acordă credite unor agenți economici care sunt dispuși să plătească rate ale dobânzii ridicate, returnarea împrumuturilor fiind asociată cu grade ridicate de risc.

<sup>2</sup> Situația în care fie debitorii, fie creditorii, fie ambii iau decizii de investire riscante bazându-se pe intervenția unui „creditor de ultimă instanță” în condițiile producerii riscului de neplată.

care a fost „bulgărele de zăpadă” ce a declanșat actuala criză financiar-economică globală.

Nu ne propunem în lucrarea de față decât două obiective: prezentarea mecanismului de derulare a crizei și a cauzelor acesteia, așa cum au fost ele analizate de mai mulți economiști.

## I. Mecanismul crizei

### 1. Explozia creditelor ipotecare.

În condițiile extinderii dereglementării în SUA, în anii ‘90 se accentuează inegalitățile sociale. Ca urmare, în vederea susținerii creșterii economice pe seama consumului și pentru dezamorsarea tensiunilor sociale, din anul 2001 se relaxează condițiile de acordare a creditelor imobiliare, cu scopul accederii la case proprietate personală și a gospodăriilor cu venituri reduse. Creditele aveau pentru o primă perioadă de 2 ani rate ale dobânzii fixe, dar în perioada următoare ratele erau ajustabile la evoluțiile de pe piață. Potrivit unor specialiști (Blundell-Wignall, Atkinson, Hoon Lee, 2008), momentul cu adevărat de cotitură în expansiunea creditelor ipotecare este reprezentat de anul 2004, când Administrația Bush pune în aplicare programul său „Visul American”, prin care ipotecile deveneau accesibile și gospodăriilor fără capital propriu (zero equity mortgage). Unii au denumit persiflator aceste credite „Ninja” (no income, no job, no assets)! Cumpărarea unei case reprezenta pentru mulți, desigur, împlinirea unui „vis”, dar au fost și persoane pentru care motivația reală era tranzacționarea speculativă a valorii caselor, care părea a avea o tendință de continuă creștere.

### 2. „Financiarizarea” creditelor

Titlurile de credit acordate în condițiile menționate mai sus au fost transformate în titluri financiare și vândute băncilor de investiții, care, după ce le-au „împachetat” și ele într-o nouă „titrizare”, le-au revândut

apoi altor instituții financiare. O particularitate a „financiarizării” a reprezentat-o asocierea ipotecilor „subprime” (având riscuri înalte) cu alte ipoteci, ale unor debitori solvabili, în cadrul diferitelor produse financiare create în acest context (care puteau conține și alte „felii”, din alte titluri de credit).

Avantajele acestei operațiuni pentru vânzătorii erau acelea de a obține lichidități și de a dispersa riscul, dezavantajele, pentru cumpărătorii și sistemul financiar, erau acelea că riscul nu era eliminat, ci doar transferat ultimilor achizitori ai titlurilor financiare emise pornind de la aceste credite. Sunt analiști care consideră că anumite evoluții au accelerat tendința băncilor de investiții de a-și restructura portofoliile, în favoarea creșterii ponderii activelor financiare derivate emise pe seama creditelor ipotecare. Două modificări survenite în anul 2004 au avut acest rol (Blundell-Wignall, Atkinson, Hoon Lee, 2008): impunerea unui control mai strict pentru cele două instituții de asigurare a ipotecilor cu garanții de stat, Fannie Mae și Freddie Mac, pe de o parte, și noile reguli Basel II privitoare la raportul datoriei/capital, pe de altă parte. În mod paradoxal, concomitent cu aceste noi constrângeri, autoritățile americane de supraveghere a pieței creditului ipotecar au creat un spațiu de manevră suplimentar pentru băncile de investiții în vederea gestionării riscurilor, fapt care le-a permis multora dintre acestea să-și majoreze raportul datoriei/capital net de la 15/1, cât era acesta înainte de 2004, la 40/1, prin alte inovații financiare. Unele dintre acestea (SIVs -structured investment vehicles- și CDO- collateralised debt obligation) au fost considerate chiar drept substitute ale modalităților de asigurare furnizate de cele două instituții de asigurări Fannie Mae și Freddie Mac.

### 3. Declanșarea crizei în SUA

Începând cu anul 2006, ratele directe ale Fed sunt majorate, fapt ce antrenează și creșterea semnificativă a ratelor dobânzii pentru creditele imobiliare, unele atingând nivelul a 18%. Drept urmare, mii de

gospodării cu venituri reduse s-au aflat în situația de a nu-și mai putea plăti ratele scadente și s-au precipitat în a-și vinde casele. Vânzările masive au antrenat după ele reducerea dramatică a prețului caselor.

#### 4. Propagarea crizei în sistemul bancar american

O dată ce valoarea caselor a tins să scadă sub valoarea ipotecilor, unele instituții creditoare s-au aflat în situația de a nu-și putea recupera creanțele (valoarea creditelor acordate) pe seama ipotecilor deținute. Astfel se produce criza „subprime”.

#### 5. Reducerea volumului de credite

Căderea prețurilor caselor determină agențiile de rating să degradeze titlurile financiare derivate emise pe seama creditelor imobiliare. Asocierea creditelor ipotecare subprime cu alte titluri de credit în cadrul a diferite produse derivate a făcut ca acestea să fie „intoxicate” de primele și astfel a devenit extrem de dificilă evaluarea corectă a „sănătății” portofoliilor instituțiilor financiare care le dețineau. În consecință, valoarea titlurilor respective tinde să scadă simțitor, drept urmare investitorii încep să vândă masiv aceste titluri, ceea ce antrenează o scădere și mai accentuată a valorii lor. Majoritatea instituțiilor bancare deținătoare de astfel de titluri își transformă titlurile pe termen mediu și lung în titluri pe termen scurt, ceea ce conduce la o cerere mare de lichidități pe termen scurt, căreia băncile nu reușesc să-i facă față. Se creează astfel o criză de lichidități. Totodată, băncile devin neîncrezătoare în „sănătatea” partenerilor lor financiari. De asemenea, confruntate cu dificultăți de refinanțare, băncile păstrează propriile lichidități pentru ele însele. Aceste fenomene cumulate conduc la creșterea nivelului ratelor dobânzilor interbancare și la reducerea volumului de credite acordate.

## 6. Propagarea internațională a crizei

Internaționalizarea pieței financiare a condus la situația ca și alte mari instituții neamericane să se confrunte cu dificultăți similare, pe de o parte ca urmare a deținerii de active ”toxice”, și pe de altă parte ca urmare a dificultăților de refinanțare. În consecință, neîncrederea se generalizează pe plan internațional și piața interbancară se îngustează, producându-se o criză de lichidități globală.

## 7. Intervenția instituțiilor publice

Pentru a depăși criza de lichidități, băncile centrale și instituțiile guvernamentale furnizează băncilor cu probleme fonduri, unele instituții financiare fiind astfel salvate (Bear Stearns, Northern Rock, Merrill Lynch, AIG), altele abandonate (Lehman Brothers).

Potrivit evaluărilor specialiștilor, criza actuală a condus la creșterea datoriei publice americane de la cca. 9500 miliarde USD la cca. 14000 miliarde USD, valoare care ar reprezenta aproximativ 100% din PIB-ul SUA. Prin naționalizarea Fannie Mae și Freddie Mac s-a ajuns la situația în care statul american a devenit „creditorul de ultim resort” pentru creditele imobiliare, ceea ce ar reprezenta, în exprimarea lui F. Lemaitre (2008), o „privatizare a câștigurilor și o socializare a pierderilor”!

Desfășurarea crizei financiare din anii 2007-2008 prezintă caracteristicile unei crize sistemice. Mecanismele care facilitează producerea crizelor de acest tip sunt (D. Plihon, 2006):

- a. Caracterul prociclic al asumării de riscuri (când conjunctura economică este favorabilă și apar inovații - tehnice, tehnologice, financiare-, atunci investitorii tind să-și asume riscuri înalte, și invers, atunci când există o conjunctură nefavorabilă, ei se reîntorc la prudență, uneori excesivă chiar). Aceste comportamente au tendința de a accentua evoluția ciclică.

Președintele Fed, Ben Bernanke a numit acest mecanism „acceleratorul financiar”.

- b. Facilitarea accesului la credite prin politici monetare laxe și comportamentul mimetic atât al instituțiilor bancare, cât și al oamenilor.
- c. Tendința prețurilor și a cotațiilor activelor de a se îndepărta cu mult de valoarea de echilibru.
- d. Producerea panicii bancare. Aceasta poate avea 3 surse principale, care pot acționa concomitent sau separat:
  - cererea contagioasă de retragere a depozitelor;
  - dificultăți de refinanțare pe piața interbancară;
  - deteriorarea calității creanțelor bancare datorită dificultăților de plată ale debitorilor.

Dezbaterile de idei generate de criză<sup>1</sup> se concentrează asupra a două teme centrale: cauzele crizei și soluțiile de ieșire din aceasta. Voi prezenta în cele ce urmează doar câteva dintre opiniile unor economiști privind cauzele crizei.

### **Cauzele principale ale crizei și ale propagării ei**

#### **A. Dereglementarea și eliminarea restricțiilor din legea Glass-Steagall<sup>2</sup>**

Dereglementarea financiară a fost una dintre măsurile centrale ale „reaganomics”-ului. Prin aceasta se ținteau două obiective principale: reducerea costurilor de tranzacționare și facilitarea accesului

---

<sup>1</sup> Unele au chiar un caracter mult mai aprofundat, punând în discuție temeinicia ipotezelor teoretice fundamentale ale teoriei neoclasică, curentul dominant în prezent sub aspectul înțelegerii fenomenelor economice și al fundamentării politicilor economice (cum ar fi aceea a raționalității lui „homo oeconomicus”).

<sup>2</sup> Lege adoptată în 1933, post Marea Criză, prin care se interzicea băncilor comerciale să se implice în activități specifice băncilor de investiții, adică tranzacții cu titluri financiare.

micilor operatori pe piață. Unii specialiști apreciază că ea a fost însă prea departe împinsă și a condus la producerea a două fenomene perverse:

- pentru a rezista unei concurențe tot mai acerbe, băncile de investiții s-au implicat în operațiuni tot mai complexe, multe asociate cu riscuri tot mai mari (emisiunea și distribuirea de titluri derivate complexe, operațiuni de tip „leverage”);

- intrarea pe piață a unor brokeri „low-cost”, care au acordat credite pentru gospodării cu venituri scăzute.

Dereglementarea financiară a condus totodată și la unele efecte neașteptate, cu un impact negativ semnificativ:

- Unele instituții financiare sau anumite activități ale acestora au ieșit din rețelele de supraveghere prudențială. Criza îl făcea pe Ben Bernanke să recunoască: „... trebuie un cadru mai solid pentru supravegherea băncilor de investiții și a altor mari negociatori de titluri...” (apud F. Lemaitre, 2008);

- Dimensiunea fenomenului de supraîndatorare nu a putut fi estimată corect, datorită opacității colateralelor;

- Etica de afaceri a fost deseori ignorată, deoarece pentru justificarea atribuirii unor remunerații foarte înalte („exorbitante”<sup>1</sup>, după unii), conducătorii marilor instituții financiare s-au implicat în operațiuni financiare cu randamente foarte ridicate, dar și cu riscuri pe măsură.

Legat de acest ultim aspect și având în vedere și scandalurile corporative de la începutul anilor 2000, un autor român spunea că „SUA a dereglementat necinstea” (R. Vrânceanu, 2006).

---

<sup>1</sup> Primele acordate în cele 5 mari instituții financiare afectate (Merrill Lynch, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Stearns) au fost de cca. 36 mrd. Dolari în 2006 și de cca. 66 mrd. Dolari în 2007, după unele surse (F. Lemaitre, 2008)

S. Strange (1996, pag. 141) afirma, la rândul său, încă din anii 90: „...concurența bazată pe risc propulsează întregul sistem financiar către nivele excesive de îndatorare..”.

### **B. Existența unui volum mare de fonduri disponibile în economia mondială**

Dezechilibrele mondiale ale balanțelor de plăți alimentează transferurile uriașe dintre țări, făcând posibilă menținerea timp îndelungat a tendinței de consum excesiv în SUA. Astfel, țările asiatice, cu niveluri ridicate ale economisirii interne și cu excedente ale balanțelor de cont curent, sunt investitori mondiali de anvergură. Criza din Asia din anul 1997 a determinat reorientarea fondurilor disponibile din zonă către alte regiuni geografice, în primul rând SUA. Restricțiile practicate de SUA pentru investițiile directe chineze au condus la plasarea fondurilor provenind din China în titluri financiare ale diferitelor instituții financiare. După B. Eichengreen (2008), cca. 1/5 din rezervele valutare ale Chinei<sup>1</sup> au fost plasate în cele 2 instituții create de guvernul american pentru garantarea creditelor ipotecare, Fannie Mae și Freddie Mac. De asemenea, estimează același specialist, cea mai mare parte a rezervelor valutare ale Japoniei (de cca. 1000 mrd. Dolari) a fost investită în SUA, tot în sectorul financiar (sub formă de achiziții de obligațiuni guvernamentale).

Oferta generoasă de fonduri asiatice ar fi avut drept efect direct reducerea costului creditului imobiliar în SUA cu cca. 10%.

### **C. Politicile economice neadecvate**

- În anul 2001 s-a procedat la o reducere a ratei directe a dobânzii, în condițiile existenței unei supralichidități în economie, fapt care a condus la o încurajare a creditului imobiliar, dar și a riscului de

---

<sup>1</sup> Estimate diferit de specialiști, între 1000 mrd. dolari și 1900 mrd dolari.



inflatare a prețurilor (B. Eichengreen, 2008). Măsura a fost justificată de autoritățile monetare prin existența riscului de intrare a economiei în recesiune, ca urmare a prăbușirii pieței firmelor cu tranzacții pe Internet (pierderi cifrate la cca. 7000 mrd. Dolari).

- Prevalența finanțării prin piețe de capital în SUA, în condițiile extinderii dereglementării, ar fi necesitat modificări în sistemul de stimulente și în regulile de supraveghere a piețelor, modificări care nu au fost însă operate (R. Vrânceanu, 2006).

- Politicile neadecvate (politica monetară expansivă, garanțiile explicite de bail-out) au creat un sistem de stimulente care au condus la o alocare proastă a resurselor. Ele au alimentat un consum „excesiv”, considerat drept o adevărată „otravă” pentru economie, în exprimarea lui A. Mueller (2008). Acesta considera că: „furtuna financiară este un simptom al dezechilibrelor structurale din economia reală”.

- Politicile economice au favorizat o schimbare a „modelului de afaceri” al băncilor, care a devenit tot mai mult un model mixt, îmbinând elemente de cultură tradițională de credit cu o „cultură financiară” (equity culture), specifică multă vreme doar băncilor de investiții. Astfel, băncile s-au concentrat pe creșterea mai rapidă a prețului acțiunilor și creșterea veniturilor din anii ‘90. Strategia acestora a constat în creșterea volumului tranzacțiilor cu titluri financiare derivate, deoarece astfel ele puteau să-și majoreze veniturile concomitent cu economisirea capitalului implicat, sustrăgându-se totodată regulilor Basel I și II.

- Anumite măsuri fiscale au stimulat deodată exacerbarea creditării ipotecare și a financiarizării acesteia din urmă. Astfel, dobânzile la creditele ipotecare sunt deductibile în SUA, iar anumite nivele de financiarizare într-o transformare în mai mulți pași nu sunt taxate.

#### **D. Gestiunea corporativă specifică băncilor de investiții**

Anumiți autori au observat că băncile cu o diversificare de portofoliu rezonabilă (adică neimplicate în așa mare măsură în transformarea creditelor ipotecare în titluri financiare, precum băncile de investiții) au fost mai puțin afectate de criză. Explicațiile avansate ar fi, între altele, că anumite particularități ale gestiunii corporative specifice băncilor de investiții le-au expus pe acestea din urmă în mai mare măsură riscurilor „nemăsurabile” (Blundell-Wignall et alia, 2008):

- a) tranzacțiile sunt mai complexe, iar produsele financiare sunt mai dificil de înțeles decât produsele clasice de creditare, ceea ce conduce la un control al riscului mai dificil de realizat;
- b) remuneratia devine un stimulent puternic în modelul de afaceri al băncilor de acest tip, dar ea poate conduce la „patologii decizionale” (J. Sapir, 2008a);
- c) tipul de cultură organizațională specific acestor instituții face mai dificil de realizat controlul de către conducere.

#### **F. Modelul de creștere economică bazat pe consum**

După J. Sapir (2008b), creditele pentru consum, și mai ales cele imobiliare în ultimii ani, au devenit motoarele creșterii economice în SUA (o evoluție similară s-a petrecut și în Spania – n.m.). Politicile neoliberale de dereglementare au condus la o evoluție diferențiată a veniturilor diferitelor categorii sociale, susține acest economist, aparținând școlii franceze reglementariste (theorie de la regulation). Potrivit estimărilor acestuia, în perioada 2000-2007 venitul mediu a crescut în SUA cu cca. 2,5% anual, în timp ce salariul mediu cu doar 0,1% anual. Pentru a contracara această tendință și a menține consumul la un nivel ridicat, inclusiv pentru persoanele cu venituri scăzute, administrația americană a stimulat creditarea imobiliară și de consum. Nivelul de îndatorare a gospodăriilor a atins un prag record în 2007, de cca. 93% din PIB (77% reprezentând doar creditul ipotecar),

în timp ce rata de economisire a tins să se reducă, potrivit FMI (după Sapir, 2008a), de la 18% din PIB în anul 2000, la 13,6% în anul 2007.

**E. Complexitatea piețelor financiare și a noilor inovații<sup>1</sup> generate de explozia creditului imobiliar a condus la o evaluare eronată a prețurilor titlurilor.**

Deoarece timp de peste 70 de ani (deci de la Marea Depresiune încoace) prețurile caselor au avut o tendință aproape constantă de creștere (K. Rogoff, C. Reinhart, 2008) și, din acest motiv, refinanțarea creditelor imobiliare a fost relativ facilă, titlurile financiare emise pe seama lor au avut, pe anumite componente ale lor, rating-urile cele mai ridicate, AAA.

Aceste piețe, ale produselor financiare derivate, sunt departe de a fi piețe cu concurență perfectă, asimetriile de informare fiind substanțiale (și datorită lanțurilor foarte lungi de intermediere create pe drumul creării și tranzacționării lor). Drept urmare, opinează unii specialiști (R. Vrâncianu, 2006), prețurile se pot stabili la niveluri ce depășesc valoarea de echilibru a activelor, ca urmare a ignoranței și a unui optimism irațional, nefondat. R. Boyer (2008) explică această situație prin particularitățile piețelor financiare, în cadrul căreia se tranzacționează anticipări și așteptări ale valorilor viitoare ale diferitelor titluri, marcate de numeroase incertitudini derivate din evoluția conjuncturii economice, a comportamentelor strategice ale operatorilor, din gradul de cunoaștere și de înțelegere a acestor produse. Potrivit acestuia, când incertitudinile cresc, operatorii sunt tentați să acorde mai multă încredere opiniei convenționale împărtășită de piață (ansamblul operatorilor), decât propriilor evaluări (astfel producându-se și „efectul de turmă”), situație care conduce cel mai frecvent la bascularea comportamentelor către extreme: „exuberanță” sau „pesimism” exagerate. În aceste condiții însă, prin însumarea

---

<sup>1</sup> De pildă MBS (mortgage backed securities) și CDO (collateralized debt obligations).

comportamentelor individuale, presupuse a fi raționale, nu se ajunge la o raționalitate colectivă, ci mai curând la o iraționalitate colectivă (J. Sapir, 2008a). Astfel de evoluții favorizează apariția de crize.

În plus, nu doar complexitatea produselor face dificilă evaluarea corectă a riscurilor și a prețurilor ci și interconexiunile dintre segmentele pieței financiare, nu întotdeauna foarte bine cunoscute. Drept urmare, unii economiști vorbesc chiar despre existența pe aceste piețe a unor riscuri „necuantificabile”. J. P. Fitoussi afirma chiar că: „...Suntem aproape siguri că actorii de pe aceste piețe nu știau prea bine ce fac. Ei cumpărau și vindeau titluri, a căror evaluare concomitentă a devenit aproape imposibilă.” (Le Monde, octombrie 2008). O opinie asemănătoare exprima în toamna lui 2008, cu ocazia unui interviu, și J. Bhagwati, spunând că: „Inovația (financiară-n.m.) a mers înaintea înțelegerii jucătorilor și a reglementatorilor” (The innovation had gone beyond the comprehension of the players and regulators.”).

#### **F. Propagarea rapidă a crizei se datorează mecanismelor de mobilizare de resurse financiare suplimentare de către operatorii financiari**

Laureatul premiului Nobel pentru economie pe 2008, profesorul american P. Krugman (2008) propunea ca explicație principală a propagării cu repeziciune a crizei pe plan global fenomenul numit de el „multiplicatorul financiar internațional”. Acesta ar consta în transmiterea modificărilor de prețuri ale activelor financiare prin efectele lor asupra bilanțelor instituțiilor financiare cu un nivel ridicat de îndatorare prin „leverage”. Evocând studiile anterioare ale lui Kaminski et alia, P. Krugman afirma că analiza mai multor cazuri de contagiune pe plan internațional indică acest fenomen drept cauza principală. Recunoașterea acestui fapt ar avea două implicații importante, sublinia acesta:

- Problema centrală a băncilor este lipsa de capital și nu a lichidităților;
- Există largi externalități încrucișate presupuse de salvările de firme (o injecție de capital într-o parte a lumii poate avea efecte pozitive în cealaltă parte a ei).

### **Concluzii**

Criza financiară globală a surprins pe mulți prin amploarea luată și prin consecințele economice declanșate, ce se prefigurează a se întinde pe mai mulți ani.

Totuși, au fost voci care au atenționat din anii 90 că modificările structural-instituționale ale capitalismului (în primul rând amplitudinea și particularitățile piețelor financiare) sporesc riscurile sistemice (M. Aglietta, G. Soros, S. Fisher). Că globalizarea financiară face mai facilă propagarea crizelor de la o economie la alta, odată cu importul mecanismelor și produselor financiare și cu deschiderea piețelor naționale față de investorii străini. Unii chiar au încercat să identifice vulnerabilitățile acestor economii financiarizate ale țărilor dezvoltate, menționând dificultatea de a controla sau lipsa de control asupra fondurilor speculative și a produselor financiare derivate, în primul rând. Alții au semnalat faptul că managementul macroeconomic la nivel național în condițiile globalizării financiare este mai dificil de realizat, politicile economice naționale necorelate just cu influențele internaționalizării putând conduce la dezechilibre economice grave (G. Soros, J. Stiglitz).

Dar, atunci când astfel de avertismente sunt date într-o perioadă de creștere economică aproape nimeni nu le ia în seamă, ele fiind considerate doar coșmaruri care bântuie pe falși profeți (așa cum era considerat până de curând și economistul american N. Roubini, acum invitatul preferat al multor dezbateri despre criză). Au fost de asemenea și trimiteri la lecțiile istoriei economice a lumii, mai cu seamă

cele ale Marii Crize din anii '29-'30. Astfel, se puna întrebarea dacă această perioadă de creștere prelungită (pe parcursul actualului deceniu) este cu adevărat o creștere sănătoasă sau dacă majorarea prețurilor la diferite valori și active este una reală sau una artificial întreținută printr-un comportament irațional și un optimism întemeiat pe iluzia sporirii valorii reale.

Din păcate actuala criză a validat avertismentele anterioare, indicând cu claritate mai multe lucruri:

- crearea unui cerc vicios al creșterii economice, bazat pe un consum excesiv, întreținut prin îndatorare, aceasta din urmă amplificată la proporții necontrolabile prin financiarizare (potrivit mai multor estimări, volumul tranzacțiilor cu derivate reprezenta între 40 000-50 000 miliarde dolari, adică valoarea întregului patrimoniu imobiliar american);
- dereglementarea și liberalizarea financiară nu au condus la o alocare mai eficientă a resurselor, acțiunea lor fiind paradoxală (stimulând inovarea și concurența, pe de o parte, cu efecte pozitive, dar permițând însă simultan și o cursă deseori imorală după câștig, pe de altă parte, cu efecte negative); ele nu au fost dublate de crearea unor stimulente și constrângeri corespunzătoare, care să îngrădească iresponsabilitatea, imoralitatea;
- necorelarea unor politici economice (cea monetară, în primul rând) cu efectele dereglementării și ale liberalizării; amplitudinea efectelor sociale negative ale acestora din urmă (erodarea veniturilor clasei de mijloc) a fost fie o vreme ignorată, fie ulterior contracarată cu instrumente nepotrivite (creditele imobiliare subprime);
- în condiții de frenezie speculativă, prețurile diferitelor tipuri de active reale sau financiare se pot îndepărta mult de la valoarea lor de echilibru, iar producerea “bulelor” speculative conduce aproape inevitabil la criza, o dată cu “spargerea” iluziilor!

**Bibliografie**

Aglietta M., *La crise étouffe progressivement les économies occidentales*, Le Monde, 16 septembre, 2008.

Aglietta M., *Macroeconomie financière*, vol.II, La Decouverte, 2001.

Blundell-Wignall A., Atkinson P., Hoon Lee S., *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, Financial Market Trends, OECD, 2008.

Boyer R., *Pourquoi tant des crises ?*, Alternatives économiques hors series nr.77, avril 2008.

Dodd R., Mills P., *Outbreak! US Subprime Contagion*, în Finance and Development, vol.45, nr.2, june 2008, accesibil la <http://www.imf.org/faudd>.

Eichengreen B., *Anatomy of Financial Crisis*, mimeo, 23 september 2008.

Krugman P., *The International Finance Multiplier*, mimeo, October 2008.

Lemaitre F., *Premieres lecons de la crise financière*, Le Monde, 18 septembre, 2008.

Mueller A., *What's Behind the Financial Market*, 18 september 2008, accesibil la <http://www.mises.org/articles.aspx>.

Plihon D., *Nouveaux acteurs, nouveaux enjeux. Instabilité systemique: l'insuffisance du controle macroprudentiel*, în Cahiers français nr.331, mars-avril 2006.

Rogoff K., Reinhart C., *Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison*, NBER, Working Paper nr.13761, January 2008.

Sapir J., *Une decade prodigieuse, La crise financière entre temps court et temps long*, Revue de la regulation, nr.3, 2008a.

Sapir J., *How bad, how long? A forecasting tale of the current crisis*, în Revue du MAUSS, 19 mai 2008b .

Soros G., *Noua paradigmă a piețelor financiare. Criza creditelor din 2008 și implicațiile ei*, Ed. Litera Internațional, 2008.

Strange S., *State și piețe*, Ed. Institutul European, 1996.

Vrânceanu R., *Dereglementarea necinstei. Învățămintele din scandalurile corporatiste americane*, în D. Dăianu, R. Vrânceanu, *Frontiere etice ale capitalismului*, Ed. Polirom, 2006.

\*\*\*, *La crise des subprimes*, Liberation, 22 septembre 2008.

**Ana BAL** (26.07.1954), Profesor universitar doctor, Catedra de Relații Economice Internaționale, Academia de Studii Economice, București. Domenii de interes: economie internațională, economie comparată.

Lucrări publicate (selecție):

“Transformări economice regionale și globale”, Ed. ALPHA MDN, 2009;

“Economii în tranziție, Europa Centrală și de Est”, Ed. Oscar Print, 1997 (carti de autor);

“Scenarii privind evoluțiile comunitare în domeniul competitivității, politicii de coeziune și politicii de dezvoltare regională”, Institutul European din Romania, 2008 (coordonator și coautor),

“Economie mondială”, 1999, 2002, 2006 (coautor);

*Is the Current Account Deficit a Problem for Romania?*, Transition Studies Review, 15/2008,

*Modelele economice europene în confruntare cu globalizarea*, Oeconomica nr.3/2007.