

Stabilitatea financiară între liberalizare și reglementare

Cristian IONESCU

Academia de Studii Economice din București
cristian.ionescu@economie.ase.ro

Rezumat. *Criza economică care a început în 2008 a readus în discuție unele probleme economice foarte importante, inclusiv instabilitatea financiară, care este, probabil, cea mai serioasă și importantă dintre toate. Astfel, având în vedere faptul că politicile economice nu caută doar să rezolve și să prezinte alternative, ci și să fie parte componentă dintr-o viziune mai largă, care include considerații temporale mai lungi, abordarea instabilității financiare de asemenea presupune revizuire ideologică, de politici și așa mai departe. Astfel, ideea centrală a acestei lucrări este că există o dilemă între liberalizare și reglementare, în special în sectorul bancar. Lucrarea își propune să analizeze efectele beneficiilor și costurilor ambelor opțiuni asupra stabilității financiare, ținând cont de legătura dintre economia financiară și economia reală. Lucrarea oferă, de asemenea, unele soluții și perspective viitoare.*

Cuvinte-cheie: stabilitate financiară, liberalizare financiară, reglementare financiară, sectorul bancar, politici economice.

Clasificare JEL: E22, E32, E44, E51, E61.

Clasificare REL: 8J, 8M.

1. Liberalizarea financiară și instabilitatea

Liberalizarea financiară își propune să elimine ineficiențele prin: 1) liberalizarea activităților bancare, prin eliminarea pragurilor și plafoanelor ratei dobânzii la depozitele și împrumuturile bancare, eliminarea contingentelor dobânzii, eliminarea ratelor preferențiale ale dobânzii, reducerea cerințelor obligatorii la rezerve; 2) relaxarea restricțiilor privind activitățile de intermediere financiară non-bancară, cu scopul de a crește concurența; 3) crearea de noi piețe; 4) privatizarea progresivă a băncilor de stat, precum și aplicarea unei politici care favorizează intrarea băncilor străine.

Există mai multe aproximări ale liberalizării care sunt folosite în literatura economică, dar în legătura cu care există două probleme principale: a) comportamentul lor indică faptul că liberalizarea s-a inversat în mod semnificativ; b) acestea sunt măsuri endogene de liberalizare, care sunt afectate de alți factori decât de liberalizare. Unele aproximări ale liberalizării sunt: raportul dintre stocul de credite de consum pentru sectorul personal și produsul intern brut; diferențialul de dobândă între ratele la depozit și ratele dobânzii la credit; raporturile dintre împrumut și valoare și împrumut și venit și retragerea capitalurilor ipotecare (Corugedo și Price, 2002).

2. Liberalizarea financiară, instabilitatea și reglementările bancare

Există mai multe canale de transmisie prin care liberalizarea financiară influențează stabilitatea bancară și, prin urmare, stabilitatea financiară.

În primul rând, dereglementarea ratei dobânzii este corelată cu o creștere a nivelului ratelor dobânzii. Dar, din cauza asimetriei scadențelor, care este conectată de transformarea scadențelor intermediarilor bancari, performanța intermediarilor bancare poate scădea atunci când dereglementarea crește costul resurselor bancare, în timp ce ratele dobânzilor la active nu reacționează foarte rapid, datorită termenului mai lung pe care îl implică.

În al doilea rând, liberalizarea financiară implică deschiderea sistemului financiar. Liberalizarea financiară poate conduce la crearea de centre financiare regionale. Pentru sectoarele bancare, deschiderea sistemului financiar oferă posibilitatea de a strânge fonduri de pe piețele bursiere externe; aceasta este situația asimetriei de monedă, în care creditele acordate sunt garantate cu angajamente monetare pe termen scurt; în cazul ieșirilor de capital, acest lucru este un factor de slăbire. Aceste dezechilibre ar putea explica unele crize bancare.

În al treilea rând, dereglementarea împrumuturilor bancare crește numărul de credite acordate de băncile comerciale sectorului privat. Există doi indicatori care ilustrează această usurință în cea ce privește disponibilitatea creditelor.

Primul indicator este compararea ratelor de creștere reală internă a creditului în sectorul privat și produsul intern brut, care subliniază că, în acele țări în care pe termen lung creditul crește mai repede decât produsul intern brut, diferența precede o criză monetară.

Al doilea indicator este evoluția procentuală a raportului dintre creditul intern și produsul intern brut, care evaluează boom-ul de creditare. Fiecare boom de creditare a fost precedat de liberalizarea financiară. Expansiunea creditului intern este corelată cu crizele monetare, ceea ce implică un risc mai mare de fluctuații în ceea ce privește încrederea investitorilor. Boom-ul de creditare implică o creștere a riscului de credit suportat de către băncile comerciale, ceea ce crește probabilitatea de eroziune a bilanțurilor bancare.

Boom-ul de creditare presupune așa-numitul „sindromul de supra-creditare” (rezultatul tranziției de la o economie reprimată la o economie liberalizată). Acest sindrom ridică problema solidității și eficienței sistemului bancar. Deci, garanția statului pentru depozitele bancare are un efect contra-productiv în ceea ce privește stabilitatea financiară; prin urmare, „eșecurile instituționale” sunt o parte a mecanismului de hazard moral.

Extinderea liberalizării afectează sectorul real prin două canale principale: 1) o politică monetară relaxată, care stimulează activitatea printr-o creștere a veniturilor permanente; 2) accesul la credite care permite firmelor să exploateze tehnologiile, să conducă la creșterea productivității (care are un efect direct asupra activității economice reale).

În ceea ce privește rolul factorilor instituționali în cadrul unei crize bancare, se poate observa că: i) asigurarea depozitelor crește probabilitatea unei crize bancare (hazardul moral este mai mare decât efectul stabilizator de asigurare); ii) slăbiciunea sistemului juridic este un factor important în crizele bancare; iii) aranjamentele contractuale ale drepturilor creditorilor asupra debitorilor are un impact mai puțin semnificativ.

Logica instituțională se bazează pe trei piloni: 1) prima cea mai bună situație (supravegherea prudențială financiară este complet eficientă); 2) a doua cea mai bună situație (necesitatea de a supraveghea compoziția expansiunii creditării bancare și nivelul său agregat, în vederea monitorizării inadvertențelor din sistemul de supraveghere; este o chestiune legată de o politică de programe de credit directe negative, care au ca scop asigurarea și menținerea stabilității financiare); 3) a treia cea mai bună situație (măsurile sunt urmate de controale care au obiectivul de a restricționa intrarea de capital, în cazul unei probleme de hazard moral în sistemul bancar).

Există cinci cerințe pentru a realiza o liberalizare de succes: (i) o supraveghere adecvată și o reglementare prudențială a băncilor comerciale; (ii) un grad rezonabil de stabilitate a prețurilor; (iii) disciplina bugetară, care limitează efectele negative ale inflației; (iv) comportamentul băncilor comerciale, care

vizează maximizarea profiturilor; (v) un sistem fiscal, care este neutru în ceea ce privește activitatea de intermediere (Allegret și Dulbecco, 2003). Economii emergente au sisteme mai slabe de reglementare decât țările dezvoltate. Deci, ele sunt foarte vulnerabile la șocuri după o deschidere financiară, care necesită intervenția publică în sectorul financiar. De aceea, creșterea crizelor bancare pe piețele emergente ar putea fi un rezultat al liberalizării financiare excesive, urmată de o infrastructură instituțională inadecvată.

3. Instabilitatea financiară și liberalizarea financiară

În ceea ce privește efectele liberalizării financiare asupra stabilității macroeconomice, pentru economii cu un nivel intermediar de dezvoltare financiară, liberalizarea financiară deplină, prin deschiderea piețelor naționale către fluxurile străine de capital, destabilizează, ceea ce duce la perioade de creștere economică și intrări de capital care sunt urmate de colaps și de fuga de capital. Dar investițiile străine directe nu au efecte destabilizatoare, deoarece investitorii străini direcți își utilizează propriul credit. Economii din etapele intermediare ale dezvoltării financiare trebuie să analizeze modul în care vor alege să-și liberalizeze contul de capital. O abordare viabilă ar fi de a permite investițiile străine directe și de a impune unele restricții inițiale privind investițiile de portofoliu.

Investițiile mai mari generează producții mai mari și profituri mai mari, care îmbunătățesc solvabilitatea, cresc împrumuturile și cresc investițiile. Deci, intrările de capital finanțează boom-ul, ceea ce duce la creșterea cererii pentru factorii specifici de țară și prețurile relative ale bunului produs. Această creștere a prețurilor de intrare reduce profiturile, bonitatea, împrumuturile, investițiile și producția agregată. După ce investițiile scad, toate aceste procese sunt inversate și crează condițiile pentru un alt boom. Această instabilitate endogenă provoacă șocuri, care au efecte persistente.

La niveluri foarte ridicate ale dezvoltării financiare, investițiile nu se confruntă cu constrângeri ale fluxurilor de numerar, astfel că șocurile la adresa fluxurilor de numerar sunt lipsite de relevanță. La niveluri foarte scăzute ale dezvoltării financiare, firmele trebuie să-și gestioneze constrângerile de împrumut, fiind în imposibilitatea de răspunde șocurilor legate de fluxurile de numerar. Astfel, dispariția șocurilor nu va provoca turbulențe semnificative. Dar nivelurile intermediare ale dezvoltării financiare implică șocuri la adresa fluxurilor de numerar care conduc la efecte semnificative, care pot reprezenta surse de instabilitate.

De aceea, deschiderea unei economii către capitalul străin poate fi destabilizatoare: răspunsul unei economii cu o piață de capital închisă, în cazul unui șoc la adresa fluxurilor de numerar, va fi limitat în funcție de capitalul

disponibil al antreprenorilor. Sursele suplimentare de finanțare, în cazul unei economii deschise, vor crește ca răspuns la șocuri și/sau la o probabilitatea/dimensiune mai mare a volatilității.

4. Liberalizarea creditării externe

Se ia în considerare o economie cu o economisire națională redusă; prima oară se presupune că această economie nu este deschisă la împrumutul și creditarea externe. Astfel, la fiecare dată, bogăția curentă a creditorilor interni W^L contează, din moment ce investiții interne sunt constrânse de economiile interne $W^B + W^L$. Să presupunem că nivelurile inițiale ale bogăției deținute de antreprenori și de creditorii interni, W^B și W^L , sunt suficient de mici, astfel că, inițial, $p_0 = 0$. Aceasta corespunde situației în care antreprenorii interni nu pot epuiza oferta de inputuri specifice țării. Să presupunem că la data 0 economisirea internă $W^B + W^L$ este mai mică decât capacitatea de investiții $(1 + \mu)W_0^B$, unde μ ($\mu > 0$) este multiplicatorul creditului și reflectă nivelul de dezvoltare financiară a unei economii interne. În cazul extrem în care $\mu = 0$, piața de credit intră în colaps și investitorii își pot investi doar creditul lor. Dacă $\mu W^B < W^L$, deschiderea unei economii către creditarea externă nu ar face nici o diferență, din moment ce capacitatea de investiții a antreprenorilor interni nu ar putea absorbi nici măcar economisirile interne, și prin urmare nu ar fi nevoie de creditare în acest caz. Dacă $\mu > 1$, vor exista capacități excesive de investiții în următoarele perioade de timp cu condiția ca p_t (prețul unui factor specific al țării) să rămână egal cu zero. Pentru ca acest lucru să se întâmple, rata dobânzii pe piața internă r_t este determinată, într-o economie închisă, de comparația între W^L și μW_t^B (t este perioada; μW^B este cantitatea maximă de împrumut a antreprenorilor); antreprenorii sunt indiferenți între împrumut și credit, care este $r_t = 1/a$. Prin urmare, dacă $p_0 = 0$ și, $W_t^L < \mu W_t^B$ atunci:

$$W_{t+1}^B = (1 - \alpha)\left[e + \frac{1}{a}W_t^B\right]$$

$$W_{t+1}^L = (1 - \alpha)\left[e + \frac{1}{a}W_t^L\right]$$

unde

$1 - \alpha$ reprezintă fracțiunea fixă pe care agenții o economisesc din bogăția totală de la sfârșit de perioadă; α reprezintă fracțiunea consumată; e este un venit exogen în termeni de bunuri de output; $\frac{1}{a}$ este variabila proxy a productivității.

Există anumite condiții suficiente pentru care $p_t = 0$ și $r_t = 1/a$ pentru orice t . În aceste condiții, bogăția (bunăstarea) antreprenorilor vor crește ca rata (scăzută) a $(1 - \alpha)/\alpha$, deoarece este constrânsă de nivelul (scăzut) al economisirii interne, iar programul $W_{t+1}^B(W_t^B)$ va intersecta linia de 45 de grade

acolo unde $p_t = 0$, ceea ce implică faptul că nu vor exista fluctuații persistente în această economie închisă.

În cazul unei economii complet deschise împrumuturilor și creditării externe, rata dobânzii va fi stabilită la nivelul internațional r . Prin ea însăși, această deschidere ar putea ajuta la stabilizarea oricărei economii închise, care altfel ar putea fluctua (temporar) ca reacție la mișcările ratei dobânzii. Cu toate acestea, deschiderea economiei aduce cu sine și intrări nete de capital, din moment ce investitorii își îndeplinesc cererea în exces de fonduri pe piețele internaționale de capital. Creșterea împrumuturilor duce la creșterea prețului de ofertă pentru factorii specifici țării, ducând la fluctuații permanente în p , W^B și producția agregată.

Figura 1 prezintă o ilustrare a liberalizării. Programul bogăției se modifică după o liberalizare a contului de capital. W_B referă la nivelul de la starea de echilibru în starea staționară a bogăției debitorilor înainte ca economia să se deschidă. După liberalizare, W^B crește progresiv din moment ce intrările de capital le permit investitorilor să-și crească împrumuturile, investițiile și profiturile. În timpul primelor două perioade ce urmează liberalizării, cererea pentru factorii specifici de țară rămâne suficient de scăzută pentru ca $p = 0$. În perioada 3 (W_3^B) p crește, dar încă avem creștere economică. Cu toate acestea, în perioada 4 (W_4^B) efectul de preț al liberalizării devine suficient de puternic pentru a reduce valoarea netă a investitorilor, ceea ce induce o recesiune. La acel moment, creditarea agregată scade, au loc ieșiri de capital iar cursul de schimb real se depreciază (p scade). Câștigurile de competitivitate permite firmelor să-și reconstruiască valoarea netă, astfel încât creșterea economică poate fi reluată.

Dinamica din figura 4 apare numai pentru nivelurile intermediare de dezvoltare financiară. Cu un μ mare nu există nici o volatilitate într-o economie deschisă, așa cum este al treilea segment al curbei care taie linia de 45 de grade. Când $\mu = 0$, deschiderea financiară nu va ajuta investițiile iar și nu va apărea nici o intrare de capital, deci nu va fi exista nici o presiune ascendentă asupra prețurilor inputurilor specifice de țară. Exemplul de mai sus sugerează că ar putea fi de dorit pentru o țară să-și crească μ , adică să-și dezvolte sectorul financiar intern înainte de deschiderea completă a economiei.

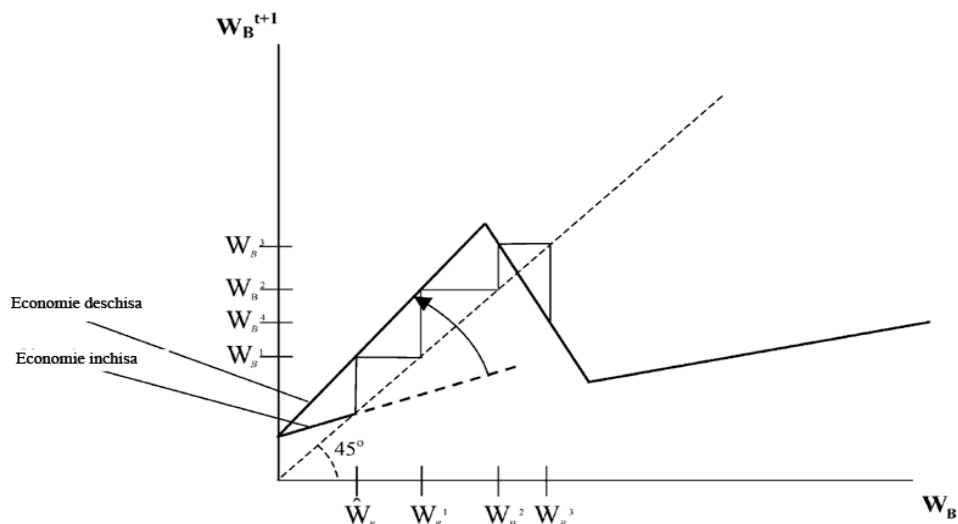


Figura 1. Liberalizarea creditării externe

4.1. Investițiile străine directe

În timp ce o liberalizare completă a creditării externe poate avea efecte destabilizatoare în economiile cu niveluri intermediare de dezvoltare financiară, aceste economii sunt puțin probabile de a deveni volatile ca urmare a deschiderii doar către investițiile străine directe. Investițiile străine directe sunt diferite de alte fluxuri financiare: acestea sunt o parte a capitalului firmelor, iar investitorii dețin informații complete în legătură cu situația firmelor.

Dacă fluxurile de numerar pe piața internă sunt de dimensiuni mici, astfel încât investițiile interne nu pot absorbi în totalitate oferta factorilor specifici de țară, este probabil ca investitorii străini să intre, în scopul de a profita de prețul mic al factorilor specifici. Acest preț va crește în cele din urmă, și poate chiar va fluctua ca urmare a investițiilor străine directe. Dar aceste fluctuații de preț vor afecta doar distribuirea profitului între investitorii interni și cei străini, nu și producția agregată. Producția totală se va stabiliza la un nivel egal cu oferta factorilor de resurse Z , în timp ce aceeași economie poate ajunge să fie destabilizată dacă este complet deschisă investițiilor de portofoliu externe.

Dacă o economie închisă se deschide doar investițiilor străine directe, și dacă W^L este suficient de mare, iar firmele pot împrumuta cantitatea dorită de pe piața internă, investițiile interne directe vor intra în economie atât timp cât rata de rentabilitate a investiției rămâne mai mare sau egală $r + \delta$. Astfel, dacă F reprezintă influxul net de investiții directe, la echilibru se obține condiția de intrare liberă:

$$F > 0 \Rightarrow R = r + \delta$$

unde

$R = (y - r_{int}L)/(W^B + F)$ este rata netă de rentabilitate a investițiilor străine directe, iar r_{int} este rata internă a dobânzii. Dacă economiile interne sunt mai mici decât capacitatea de investiții ale antreprenorilor interni (adică $W^L < \mu W^B$), am avea $r_{int} = 1/a$. Cu toate acestea, deoarece economiile naționale depășesc capacitatea de investiții a antreprenorilor interni, $r_{int} = \sigma$ unde σ este randamentul unei tehnologii alternative și ineficiente de stocare (depozitare). Într-o economie închisă, creditorii își vor investi economiile suplimentare în această tehnologie. Chiar dacă investițiile străine directe conduce la o creștere a prețurilor, totuși nu generează o volatilitate a prețurilor și/sau outputului.

Dacă o economie este deschisă la împrumutul și creditarea externe la rata r , adică doar către fluxurile externe de portofoliu și care, ca rezultat, a devenit volatilă (figura 4). Dar deschiderea către investițiile străine directe va stabiliza prețul factorului specific țării la nivelul p^* , astfel că:

$$(r + \delta)(W^B + F) = Z - r\mu(W^B + F)$$

Efectele rezultante vor fi eliminarea volatilității investițiilor și outputului. Dacă nu există limitări privind intrările și ieșirile de investiții străine directe, prețul factorului specific al țării și producția internă agregată vor rămâne constante la echilibru.

Investițiile străine directe acționează ca o forță de stabilizare pentru că spre deosebire de creditarea externă, acestea nu depind de solvabilitatea firmelor interne, și tocmai de aceea investitorii străini direcți ar putea prefera să vină în timpul recesiunilor, pentru a beneficia de prețul scăzut al factorului specific al țării.

Atunci când investițiile străine directe sunt complementare investițiilor directe interne, există câteva situații posibile: a) pot exista restricții legale, unde valoarea totală a investițiilor străine directe nu poate fi mai mare decât o fracțiune fixă x din bunăstarea investitorilor interni W^B ; b) poate exista necesitatea investitorilor locali de a impune plata dividendelor sau de a-i ajuta în exercitarea controlului. Investițiile străine directe care fac obiectul cerințelor de complementaritate de forma $F \leq xW^B$ pot uneori destabiliza o economie de piață emergentă. În contrast cu cazul investițiilor străine directe nerestricționate, analizat mai sus, asemenea investiții vor scădea în timpul unei recesiuni, adică atunci când bunăstarea investitorilor W_{t+1}^B se confruntă cu o recesiune. Recesiunile vor fi mai adânci decât în lipsa investițiilor străine directe deoarece, prin amplificarea creșterii p_t în timpul boomului, investițiile străine directe cresc costurile de producție și, astfel, accentuează scăderea de credite induse firmelor.

Astfel, în timp ce investițiile străine directe nerestricționate au un efect stabilizator într-o economie emergent deschisă, deschiderea economiei către astfel de investiții străine directe restricționate ar putea avea efecte destabilizatoare.

4.2. Efectul șocurilor

Deși volatilitatea permanent și ciclurile permanente sunt importante, este de asemenea esențială analiza efectelor șocurilor asupra unei economii de tipul celei analizate mai sus, unde firmele sunt constrânse de credit și care este complet deschisă împrumuturilor și creditării externe.

Figura 2 ilustrează modificarea bunăstării după un șoc de productivitate. Se ia în considerare cazul în care bunăstarea intersectează linia de 45 de grade pe segmental cu pantă descendentă (aceasta corespunde valorii intermediare a μ), cu o pantă mai mică de 1, astfel încât echilibrul la starea staționară X este un atractor în lipsa unui șoc asupra σ (este un parametru ce reflectă productivitatea sau condițiile cererii actuale). Se poate demonstra că echilibrul la starea staționară X' după un șoc permanent $\sigma \rightarrow \sigma'$ rămâne un atractor, astfel că economia se stabilizează pe termen lung. Cu toate acestea, începând cu punctul X de stare staționară, efectul inițial al unui șoc negativ asupra σ va duce la o scădere bruscă a bunăstării W_B^t sub noul nivel de stare staționară X' . Recuperarea va avea loc atunci iar economia va converge către noua stare staționară X' . Cu alte cuvinte, șocul $\sigma \rightarrow \sigma'$ este inițial amplificat cu un nivel intermediar de dezvoltare financiară și care a fost pe deplin deschis către împrumuturile și creditarea externe. (Aghion et.al., 1999).

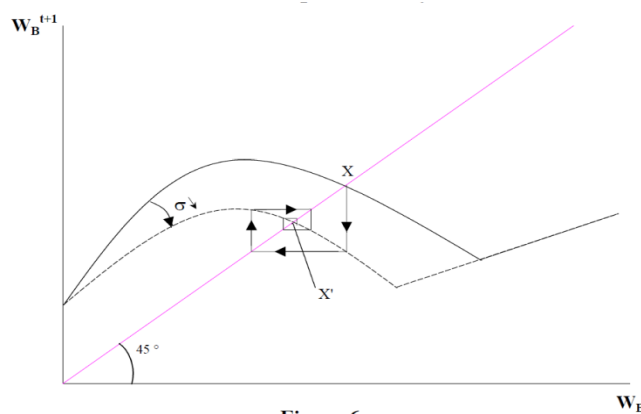


Figure 2. Șocul permanent de productivitate

Un șoc temporar de productivitate $\sigma \rightarrow \sigma'$ (reprezentat de o singură reducere a bunăstării) va genera o scădere mai mare a producției decât se justifică

prin șocul în sine. Ca și în cazul precedent, motivul pentru acest efect amplificat este că imediat după șoc prețul bunurilor non-tranzacționabile rămâne relativ prea mare pentru nivelul stării staționare. Figura 3 prezintă răspunsul dinamic al producției în acest caz.

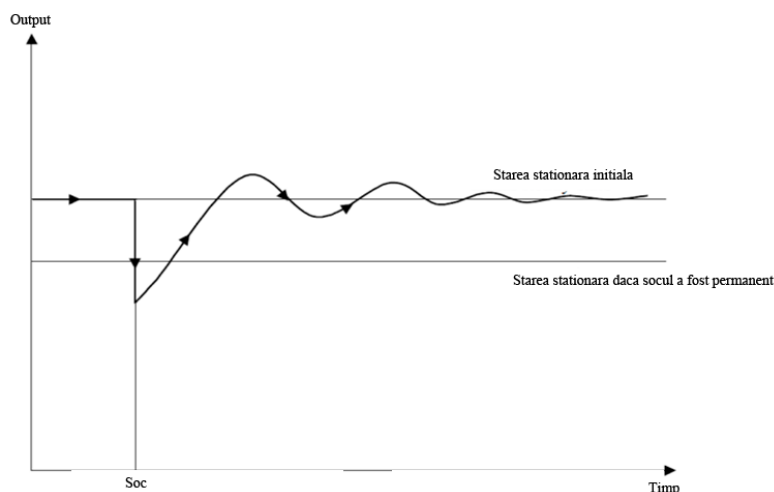


Figure 3. Șocul temporar de productivitate

Trebuie subliniate două aspecte. În primul rând, una dintre situații a fost cea în care starea staționară este un atractor. Aceeași analiză, deși în mod clar mult mai complicată, ar putea fi efectuată în cazul în care economia converge către un ciclu. Se poate demonstra că un șoc negativ aduce inițial, de asemenea, un nivel mai mic al producției decât la starea staționară. În cele din urmă, modelul de răspuns amplificat și non-monoton indicat mai sus pot fi contrastat cu răspunsul lent (și uniform) al producției și bunăstării la un șoc negativ de productivitate într-o economie cu grad fie foarte mic fie foarte mare de dezvoltare financiară.

Volatilitatea în economiile emergente deschise este de obicei reflectată prin volatilitatea fluxurilor de capital și de cont current. Prin urmare, instabilitatea financiară afectează atât economia financiară, cât și economia reală.

5. Dezvoltarea financiară și instabilitatea: rolul cotei muncii

Cota muncii joacă un rol important în crearea instabilității în economiile emergente deschise.

Piețele financiare sunt imperfecte, astfel încât antreprenorii sunt constrânși de credit, iar constrângerea este mai restrictivă pentru nivelele scăzute de dezvoltare financiară. Odată ce gradul de dezvoltare financiară crește, producția crește, dar instabilitatea apare pentru nivelurile intermediare de dezvoltare financiară. Schimbările în cota forței de muncă joacă un rol important în erodarea

profitabilității. Astfel, crizele financiare sunt asociate cu variații substanțiale ale valorii adăugate între capital și muncă.

5.1. Comportamentul dinamic

Există două regimuri posibile: fie economia este întotdeauna constrânsă, fie constrângerea de împrumut se oprește în cele din urmă.

5.1.1. Regimul constrâns

Dacă $\mu < \mu_u$, atunci $\varphi(k^*) < k_u$. În acest caz, dinamica stocului de capital este dată de:

$$k_{t+1} = \begin{cases} \varphi(k_t) & \text{dacă } k_t < k_u \\ k_u & \text{dacă } k_t \geq k_u \end{cases}$$

Dacă economia prezintă o bunăstare a antreprenorilor mai mare de k_u , antreprenorii pot finanța stocul optim k_u , iar economia va fi la k_u pentru totdeauna. În acest regim, există multiple căi dinamice posibile: a) dacă $k^{\wedge} < k^*$ stocul de capital converge monoton (uniform) către starea staționară; b) dacă $k^{\wedge} > k^*$, atunci sunt posibile diferite scenarii: convergența monotonă, convergența ciclică, ciclurile permanente sau divergența (Orgiazzi, 2007).

Trei cazuri posibile sunt reprezentate grafic în figurile 4, 5 și 6. Figura 4 reprezintă cazul în care stocul de capital la starea staționară se află la stânga programului maxim al $\varphi(k_t)$, adică $k^{\wedge} < k^*$. În acest caz, stocul de capital crește până când ajunge la starea staționară k^{\wedge} . Figurile 5 și 6 descriu cazul unei economii care converge ciclic și cazul unui ciclu de două perioade. Din păcate, nu este posibilă obținerea condițiilor analitice care să indice atunci când prevalează fiecare din aceste scenarii.

5.1.2. Regimul fără restricții

Un nivel al liberalizării financiare mai mare sau egal cu μ_u , $\varphi(k^*) \geq k_u$ presupune că poate exista un punct în care antreprenorii nu sunt constrânși și care le permite să investească cât doresc, adică k_u , care reprezintă suma maximă pe care antreprenorii doresc să o investească în propria lor tehnologie. Dacă k_u este atins, economia rămâne la acest nivel. În acest caz, dinamica stocului de capital este descris de:

$$k_{t+1} = \begin{cases} \varphi(k_t) & \text{dacă } \varphi(k_t) < k_u \text{ și } k_t < k_u \\ k_u & \text{altfel} \end{cases}$$

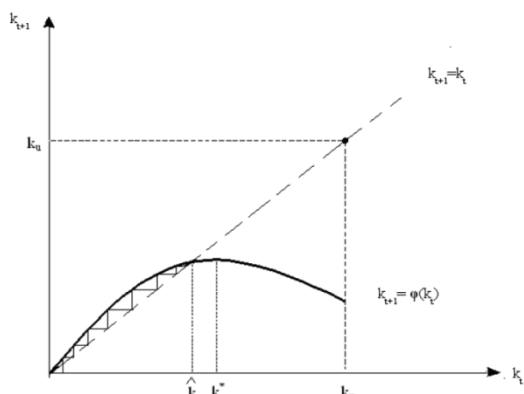


Figura 4. Convergența monotonă către starea staționară

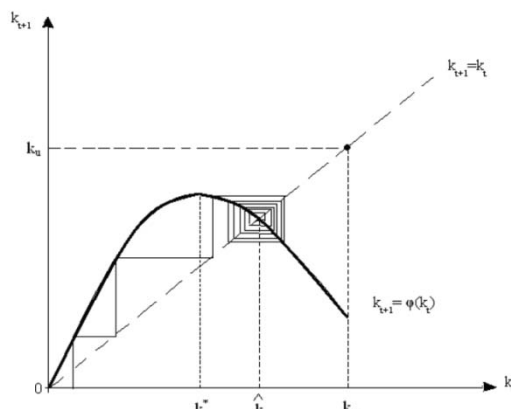


Figura 5. Convergența ciclică a stării staționare

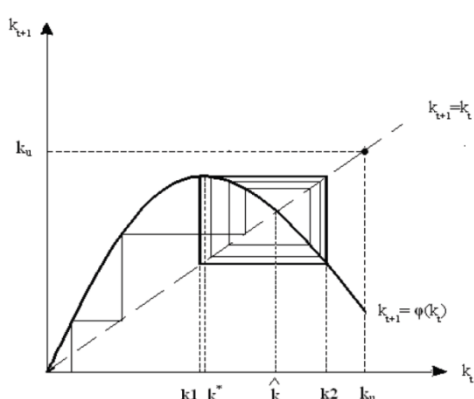


Figura 6. O perioadă stabilă de două cicluri

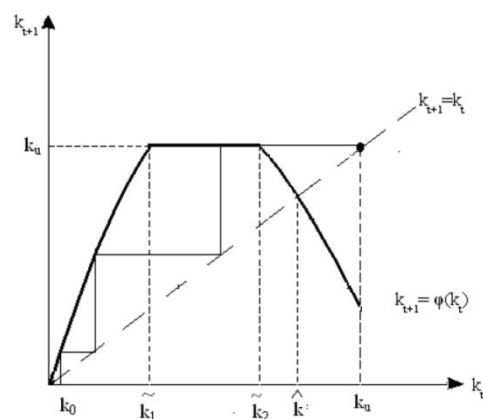


Figura 7. Regimul fără restricții

Definim astfel k_1^{\sim} și k_2^{\sim} astfel încât $\varphi(k_1^{\sim}) = \varphi(k_2^{\sim}) = k_u$ cu $k_1^{\sim} < k_2^{\sim}$. Din moment ce $\varphi(k_t)$ este concavă iar $\frac{d\varphi(k_t)}{d\mu} > 0$ pentru toate $k_t < k_u$, atunci k_1^{\sim} scade cu μ , în timp ce k_2^{\sim} crește. Prin urmare, cu cât este mai mare μ , cu atât este mai mare gama de valori ale lui k pentru care antreprenorii nu vor fi constrânși (a se vedea figura 7). Într-un regim fără constrângeri, economia va converge către k_u , fie monoton fie ciclic, în funcție de valoarea $\mu > \mu_u$ și de nivelul inițial al capitalului.

Notațiile sunt după cum urmează: k_t este stocul de capital; k_u este stocul de capital dorit; $\varphi(k_t)$ este ecuația stocului de capital pe cap de lucrător; k^{\wedge} este capitalul de la starea staționară; k^* este valoarea stocului de capital la care funcția $\varphi(k_t)$ își atinge maximum; μ_u este cel mai scăzut nivel de dezvoltare financiară care asigură că, la un moment dat, antreprenorii nu vor mai fi constrânși.

6. Guvernul, alegerile, crizele bancare și reformele bancare

Într-o economie emergentă, care a atins o stare staționară semnificativ pozitivă a ratei de creștere economică g^s , intermedierea financiară are loc printr-un sector bancar mare. Totuși, supravegherea sectorului bancar încă dezvoltă credite neperformante (BL), care cresc în timp cu rata α :

$$BL(t) = \alpha(t + 1 - t_\alpha) \text{ dacă } t \geq t_\alpha, BL(t) = 0 \text{ dacă } t < t_\alpha$$

Acumularea de credite neperformante nu este observată de participanții pe piață, ci poate fi observată numai de guvern, care este responsabil pentru supravegherea sectorului bancar prin intermediul uneia dintre agențiile sale sau a băncii centrale. Se presupune că α urmează o funcția: $\alpha = 0$ până la t_α , moment în care sare la α^s . Participanții de pe piață sunt conștienți de această funcție, iar probabilitatea constantă P^α ca α să sară în fiecare perioadă de lungime dată (se presupune că numărul de perioade dintre alegeri este mai mic de $1/P^\alpha$), dar ei nu observă t_α la momentul în care apare problema împrumutului neperformant.

Guvernul nu este un optimizator binevoitor, dar va întreprinde reforma sectorului bancar numai dacă se potrivește cu scopurile politice, care constau în principal în realegerea la data alegerilor t_{elec} . Electoratul este preocupat doar de creșterea economică, și va realege actualul guvern în cazul în care creșterea este g^s sau mai mare.

Guvernul este conștient de faptul că curățarea sistemului bancar va reduce creșterea prin reducerea creditelor disponibile și, astfel, afectează șansele sale de realegere. În plus, se presupune că creșterea economică este imediat redusă cu valoarea creditelor neperformante la momentul curățării (BL_{reform}) și revine treptat la normal, odată ce băncile restructurate sunt nevoite să reducă creditarea imediat și este nevoie de timp pentru ca resursele nefolosite să fie realocate (figura 8):

$$g = g^s - \gamma BL_{reform} + \min(\theta(t - t_{reform}), \gamma BL_{reform}) \text{ pentru } t_{reform} \leq t$$

Cu alte cuvinte, apariția reformei ($t = t_{reform}$) crește golurile prin γBL_{reform} , și se recuperează treptat până la creșterea de stare staționară g^s .

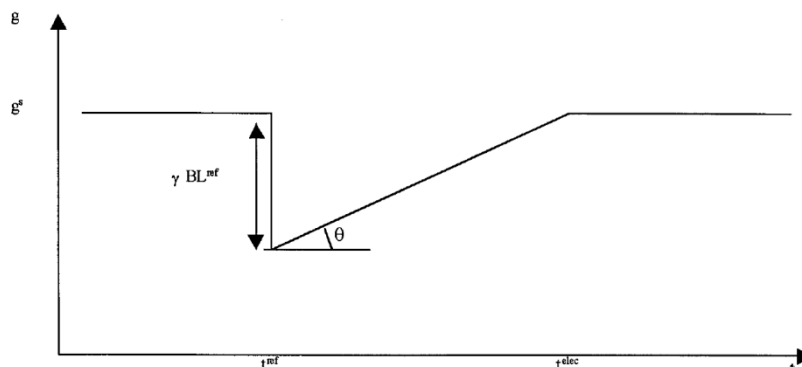


Figura 8. Fluctuațiile creșterii după o revizuire sectorului bancar.

Acesta sunt un prim rezultat al non-transparentei sau indeciziei: dacă alegerile sunt suficient de departe, guvernul va întreprinde o reformă a sectorului bancar imediat după observarea problemelor din sectorul bancar. Totuși, cu un α^S pozitiv, există o anumită perioadă, înainte de alegeri, $t_{nontransparent}$ după care guvernul nu va mai întreprinde reforme bancare până ce alegerile nu sunt încheiate, din moment ce dezvoltarea problemelor ar duce la o scădere a creșterii economice, care nu s-ar recupera până la momentul alegerilor. În plus, guvernul încetează reforma atunci când:

$$t_{nontransparent} = t_{elec} - \gamma \alpha^S / \theta$$

Lungimea perioadei în care guvernul urmărește o supraveghere bancară laxă sau nu dezvoltă problemele întâlnite este $\gamma \alpha^S / \theta$, și variază liniar cu dimensiunea saltului imediat a creditelor neperformante α^S , cu impactul saltului asupra creșterii, γ , și invers, cu viteza la care creșterea revine la normal, θ .

Există câteva condiții în care non-transparenta poate duce la o criză externă.

Se presupune că banca centrală are rezerve să-și onoreze angajamentele (legate de cursul de schimb și de obiectivul de a menține un sistem bancar funcțional). Mai precis, se presupune că banca centrală trebuie să dețină un nivel minim de rezerve egal cu dimensiunea M1 și cu dimensiunea așteptată a creditelor neperformante pentru a evita un atac asupra monedei sau o fugă bancară:

$$RES_{min} = e(M1 + BL_{exp})$$

unde

e este cursul de schimb iar rezervele (RES) sunt definite în valută străină. Dacă rezervele scad sub acest nivel, banca centrală nu-și poate onora angajamentele, încrederea în stabilitatea cursului de schimb este subminată, iar capitalul fuge din țară, forțând o devalorizare a monedei la un nou nivel unde:

$$e_{dev} = RES / (M1 + BL_{reveal})$$

Făcând abstracție de problemele de credibilitate ale băncii centrale, vom presupune că banca centrală previne orice deplasare de capital prin devalorizarea imediată a monedei pentru a evita hemoragia rezervelor, care ar duce la o devalorizare și mai mare. În mod similar, se presupune că rata de schimb se apreciază pentru a răsplăti investitorii pentru faptul că și-au menținut deținerile de valută în timpul alegerilor. Acest lucru are loc pentru a evita modelarea unei rate a dobânzii sau pentru a compensa devaluarea unilaterală.

Pot fi derivate trei rezultate de bază. Primul: dacă țara își menține rezervele ridicate, aceasta nu va suferi de un atac speculativ, nici în perioada până la alegeri, nici după alegeri, în cazul în care creditele neperformante sunt dezvăluite (se poate face referirea ca la un rezultat “war chest”). În plus, în cazul în care dimensiunea rezervelor depășește dimensiunea maximă a creditelor neperformante, care ar putea fi ascunse de către actualul guvern, banca centrală este pregătită pentru cel mai rău caz, și va fi întotdeauna în măsură să-și onoreze angajamentele:

$$RES \geq RES_{warchest} = M1 + BL_{max}, BL_{max} = (1 + \frac{\gamma\alpha^s}{\theta})\alpha^s$$

Nivelul de rezervă “warchest” este pătratic în saltul creditelor neperformante, α^s , din moment ce afectează atât durata perioadei în care problema creditelor neperformante nu este dezvăluită, cât și rata la care problema se acumulează.

Un al doilea rezultat este dezamăgirea de după alegeri a dezvăluirii rezultatelor. O criză valutară poate să apară atunci când alegerile sunt încheiate iar noul guvern dezvăluie adevărata stare a economiei, iar dimensiunea problemei creditelor neperformante este mai gravă decât se aștepta. În acest caz, rata de schimb este devalorizată pentru a restabili relația dintre cursul de schimb și nivelul rezervelor. Pentru situația în care $RES = RES_{min}$ înainte de alegeri, modificarea cursului de schimb este:

$$1 - \frac{M1 + BL_{exp}}{M1 + BL_{reveal}} \geq 0 \text{ dacă } BL_{reveal} > BL_{exp}$$

Această ecuație de asemenea implică faptul că modificarea preconizată a cursului de schimb este zero, și cursul de schimb se devalorizează negativ. Dacă rezervele sunt de asemenea natură încât o criză pre-electorală nu are loc, dar valoarea creditelor neperformante depășește nivelul care ar fi declanșat o criză înainte de alegeri, o criză va avea până la urmă.

Al treilea rezultat este un rezultat al anticipării alegerilor: dacă rezervele sunt mici, un atac asupra monedei este inevitabil în lupta până la alegeri. Fără a aduce atingere non-transparenței, participanții pe piață pot calcula traiectoria dimensiunii maxime a creditelor neperformante, iar acestea vor forma așteptările cu privire la dimensiunea reală a problemei creditului neperformant. Dimensiunea creditelor neperformante așteptate BL_{exp} depinde de distribuția probabilității a α .

Pentru a evita o fugă a rezervelor în perioadele non-electorale, banca centrală, la orice moment de timp, trebuie să mențină un minim de MI în rezerve. Pentru a evita o fugă a rezervelor în lupta de până la alegeri, banca centrală trebuie să aibă un “warchest” mai mare pentru a face față non-transparenței. Dimensiunea rezervelor suplimentare necesare pentru a evita o criză pre-electorală depinde în special de dimensiunea saltului sau surpriza în creditele neperformante α^S , precum și de impactul creditelor neperformante asupra creșterii economice și vitezei de adaptare. Este puțin probabil ca o bancă centrală independentă, cu excepția cazului în care interpretează greșit așteptările pieței cu privire la calitatea sectorului bancar și dacă problemele sunt destul de grave, va avea rezerve insuficiente pentru a acoperi creditele neperformante dacă aceasta deja acoperă MI. În aceste condiții, este foarte probabilă apariția unei crize valutare în perioada post-electorală, mai ales dacă percepția negativă a pieței asupra creditelor neperformante se manifestă printr-o retragere pe scară largă a liniilor interbancare de credit și a împrumuturilor.

7. De ce băncile sunt fragile și necesită reglementare

În timpul crizelor financiare, băncile au de suferit de pe urma problemelor legate de lichiditate și de pe urma fugilor bancare. Ilustrarea bilanțurilor băncilor ar trebui să fie edificatoare în înțelegerea fragilității băncilor, precum și în necesitatea reglementării. Figura 9 ilustrează bilanțul unei bănci “tradiționale”. Există două tipuri de active (active lichide și împrumuturi nelichide) și două tipuri de pasive (capital și depozite retail). Principala caracteristică a băncilor care duce la fragilitate este asimetria de scadență între active și pasive. Clienții care, de obicei, necesită doar retragerea de fonduri pe o bază aleatorie, astfel încât banca poate supraviețui cu un nivel scăzut de active lichide (numerar și titluri de stat pe termen scurt) și pot investi în alte împrumuturi cu randamente mai ridicate, dar nelichide pe termen lung, oferind în același timp “asigurarea lichidității” clienților deponenți, în orice moment (Davis, 2010).

În cazul în care deponenții cred că băncile nu sunt în măsură să le plătească, băncile se pot confrunta cu o fugă de depozite, atunci când toți deponenții necesită fondurile în același timp. Această problemă de lichiditate, care termină rapid activele lichide, determină banca de a se afla în imposibilitatea de a-și vinde activele nelichide la valoarea integrală (din cauza problemei informațiilor

asimetrice) și poate deveni insolubilă. O bancă poate deveni, de asemenea, insolubilă din cauza pierderilor simple ale activelor ce depășesc capitalul. În cazul în care clienții cred că există mai multe bănci cu deficiențe bilanțiere similare și / sau legături de contrapartidă cu alte bănci aflate în faliment, fugile bancare devin contagioase în cadrul sistemului.

Active	Pasive
Liquid assets Active lichide	Capital
Împrumuturi nelichide	Depozite retail

Figure 9. Banca “tradițională”

Reglementarea bancară urmărește reducerea riscurilor. Reglementarea adecvării capitalului asigură că nivelul capitalului este suficient pentru a acoperi pierderile preconizate în timpul neplății împrumuturilor într-o recesiune. Reglementarea lichidității urmărește să asigure lichidități suficiente ce pot fi accesate, în scopul de a acoperi cererile de vârf pentru retragerea depozitelor. Când activele lichide sunt insuficiente, funcția băncii centrale de creditor de ultimă instanță asigură lichiditatea băncilor. Asigurarea depozitelor își propune să prevină fuga prin furnizarea către deponenți a garanțiilor valorii nominale ale activelor.

Dar schimbările și evoluțiile din ultimii ani sunt diferite de acest cadru. În primul rând, dereglementarea a eliminat limitele concurenței între bănci, și a pus o pondere mai mare pe reglementările prudențiale. În al doilea rând, creșterea piețelor financiare angro (împrumuturi pe termen scurt de la alte bănci; de exemplu, trezorerii corporativi și fonduri de piață monetară) au oferit o alternativă la depozitele de retail pentru finanțarea nevoilor băncilor. În al treilea rând, a existat o mare dezvoltare a securitizării, astfel încât băncile nu au nevoie de mai mult pentru a deține împrumuturi în bilanț, oferind stimulente pentru a le ambala și a le vinde altor investitori, profitând de taxele inițierii creditului. Piețele securitizare și en-gros au fost un rezultat al dezvoltării globalizării piețelor financiare și ale tehnologiei informației.

“On balance sheet”	
Active	Pasive
Active lichide	Capital
Împrumuturi nelichide	Depozite retail
Titluri nelichide	Depozite angro
“Off balance sheet”	
Împrumuturi securitizate	Titluri nelichide
Titluri nelichide în conduita SIV	Hărții comerciale bazate pe active curezerve de linii de credit

Figure 10. Banca “modernă”

Figura 10 ilustrează bilanțul unei bănci “moderne”, care este un răspuns la evoluțiile care caută să maximizeze profitabilitatea. În consecință, activele lichide sunt reduse la cel mai mic nivel posibil, datorită randamentului scăzut în comparație cu alte active. Capitalul se menține la nivelul necesar. În scopul de a crește bilanțurile mai repede decât depozite de retail rigide, banca are un volum mare de finanțare en-gros (“management pasiv”); acest tip de finanțare, deși nu este de obicei acoperit de asigurarea depozitelor și nici nu este deținut de investitorii bine informați, este mult mai supus rulajului decât depozitele retail (Davis, 2010). Creșterea creditului poate depăși capitalul și depozitele prin securitizarea creditelor.

Reglementarea băncilor moderne este mult mai complexă. O problemă cheie este reglementarea lichidității, care ar trebui să ia în considerare atât riscurile de finanțare en-gros cât și deținerile de active lichide reduse. Adecvarea capitalului trebuie de asemenea să țină cont de riscurile mai complexe implicate de această nouă structură.

8. Reglementarea supravegherii consolidate

Reglementările implică, de asemenea, modificări care afectează reglementările privind supravegherea pe bază consolidată a grupurilor financiare. Unele dintre aceste amendamente dau posibilitatea ca fiecare grup financiar să fie supravegheat și evaluat ca o singură unitate. Prin urmare, rețeaua de relații și comportamentul de asumare a riscurilor prin intermediul rețelei sunt mai transparente și mai ușor de supravegheat (Kálmán și Hamecz, 2003). Mai mult decât atât, elaborarea reglementărilor la nivel hotărârilor va permite intermediarilor financiare să furnizeze o mai bună informare autorităților de supraveghere.

Importanța reglementării la nivel de grup este evidențiată atât de recesiuni interne cât și internaționale, care prevede faptul că semnalele de evaluare și de control ale unei anumite instituții pe cont propriu este neadecvată în evaluarea stabilității sau evaluării poziției financiare a instituției în cazul în care au existat legături instituționale sau personale confortabile între instituțiile supravegheate și alte instituții sau persoane fizice, sau dacă au avut interese legitime, întrucât astfel de legături sau interese duc dependențe (Kálmán și Hamecz, 2003). Supravegherea grupurilor ierarhice necesită o abordare diferită de supravegherea instituțiilor individuale. Datorită mărimii lor, acest tip de grupuri este cel mai important și este un agent de poziție dominantă pe piețele naționale și internaționale, care subliniază importanța reglementărilor.

Riscul de contagiune într-un cadru instituțional unic duce la contagiune între piețele financiare multiple și variate (bănci, companii de asigurări, furnizori de

servicii de investiții); reglementările și supravegherea eficiente sunt esențiale în menținerea stabilității financiare.

Scopul reglementărilor și supravegherii este de a trata instituțiile ca fiind dependente unele de altele (văzute ca o singură unitate care încearcă să iasă în avantaj prin asumarea de riscuri, care încearcă să exploateze arbitrajul de reglementare sau încearcă să evite restricțiile speciale).

8.1. Reglementările referitoare la grupuri, inclusiv o instituție de credit control

Dispozițiile referitoare la grupurile financiare care cuprind o instituție de credit de control și / sau o holding financiar care deține instituția de credit, ar trebui să fie puse în aplicare la două cercuri de instituții. Autoritatea de supraveghere ar trebui să: a) să țină o evidență a tuturor instituțiilor și persoanelor care pot influența operațiunile unei instituții de credit; b) să țină o evidență a tuturor firmelor care pot fi legate de operațiunile de afaceri, ca urmare a influențelor din partea instituțiilor de credit (relația de legătură strânsă). Prin urmare, o autoritate de supraveghere ar trebui să aibă doar dreptul de a înregistra cererea de date și informațiile, în scopul de a supraveghea instituția de credit (în figura 11, cercul cel mai larg).

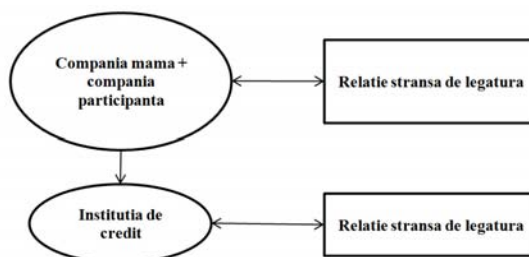


Figura 11. Evidența și furnizarea de informații

Al doilea cerc cuprinde: a) firmele de investiții și instituțiile de credit cu cerințe prudențiale identice; b) societățile financiare care completează sau sprijină în mod direct operațiunile bancare (Kálmán și Hamecz, 2003). Instituțiile de credit și holdingurile financiare (figura 12) ar trebui să îmbunătățească aceste aspecte în bilanțurile lor, în contul de profit și pierderi și în registrele de poziții. De aceea, tranzacțiile interconectate și a asumarea de riscuri externe ca un întreg sunt incluse în diverse conturi, reflectând asumarea de riscuri ca și în cazul în care acestea ar fi fost o singură instituție.

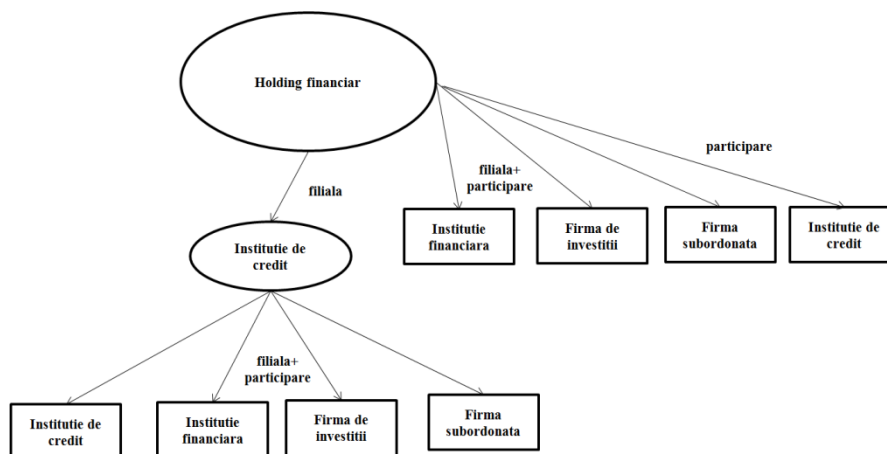


Figura 12. Cerințe consolidate

8.2. Reglementările referitoare la grupuri, inclusiv controlul societăților de investiții

Instituțiile de credit și firmele de investiții sunt considerate ca fiind concurenți reciproci pe piața serviciilor de investiții; au aceleași limite în ceea ce privește asumarea riscurilor, evaluarea activelor, cerințele de capital și normele de consolidare.

Ierarhia personalului afectat de supravegherea consolidată este similară cu cea a grupurilor instituțiilor de credit (figura 13). Obligativitatea ținerii de evidențe și furnizarea de date se referă la entitățile care au o relație strânsă cu firmele de investiții și cu companiile mamă și cu companiile participante (Kálmán și Hamecz, 2003).

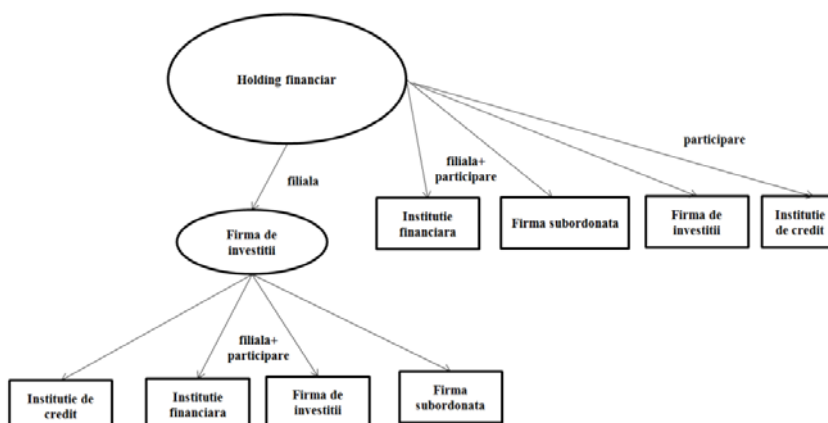


Figura 13. Cerințe consolidate

8.3. Noile obligații organizaționale ale entităților de control

O instituție de credit sau o societate de investiții ar trebui să facă obiectul unei supravegheri consolidate în cazul unei relații companie mamă - filială sau o relație de societate participantă (relație de strânsă legătură) între o instituție sau firmă și o instituție reglementată. Firma de investiții sau instituția de credit supravegheată ar trebui să informeze autoritatea de supraveghere în legătură cu aceste tipuri de relații.

În ceea ce privește operațiunile de afaceri ale grupului, managementul de vârf al entității de control are responsabilitatea de a îndeplini cerințele de consolidare, ca urmare a faptului că reglementările legale ar trebui să atribuie responsabilitatea de supraveghere a operațiunilor de afaceri ale filialelor unui membru al consiliului directorilor.

Amendamentele nu ar trebui doar să ceară companiilor supravegheate să se conformeze cu noile cerințe, ci și să faciliteze punerea în aplicare a cerințelor. De exemplu, o entitate de control ar trebui să solicite filialelor să-și îndeplinească cerințele la nivel de grup, iar persoanele care au o relație de strânsă legătură cu entitatea de control ar trebui să ofere autorităților de supraveghere informațiile necesare societății de investiții, holdingului financiar și instituției de credit de control.

Pentru o dispoziție adecvată a datelor consolidate, o entitate de control ar trebui să aibă o rețea de informații complete care să acopere întregul grup, inclusiv un sistem IT care să furnizeze date, și un sistem de control intern.

9. Concluzii dintr-o simplă analiză cost - beneficiu a unei reglementări mai stricte

Modificarea raporturilor de capital și de lichiditate modifică probabilitatea unei crize financiare, ale căror costuri sunt clare pentru economie, mai ales atunci când sunt de dimensiuni mari. Prin urmare, putem calcula câștigul așteptat brut din creșterea standardelor capitalului și lichidității, și-l putem compara cu costurile brute, în termeni de producție. Valoarea actuală netă a tuturor costurilor și beneficiilor unei reglementări mai stricte impune luarea în calcul și a costurilor unei recesiuni post-criză. Acest lucru impune analiza efectelor schimbărilor de capital și lichiditate asupra tuturor costurilor bancare și, prin urmare, și consumul și investițiile pe termen scurt. Costurile pe termen scurt ale unei crize pot fi semnificative, și pot depăși orice alte costuri.

Costurile de flux ale crizei poate fi determinate ca diferența dintre valoarea pe care ar fi avut-o outputul la momentul t (yp_t) dacă nu ar fi existat nici o criză și outputul de după criză (yc_t). Dacă această diferență este înmulțită cu modificarea probabilității unei crize care ar decurge dintr-o acțiune politică,

precum restrângerea adecvării capitalului înainte de criză, atunci beneficiul brut la momentul t dintr-o înăsprire a reglementării de scară j (b_{jt}), poate fi scrisă astfel:

$$b_{jt} = dprob_j \times (yp_t - yc_t)$$

Aceste probabilități pot fi văzute ca estimări destul de mari ale probabilității de a preveni pierderea de producție, chiar dacă acestea sunt estimări rezonabile ale probabilității ca politica îmbunătățită să prevină crizele.

Valoarea adăugată mică în sectorul serviciilor financiare contribuie de asemenea la reducerea produsului intern brut în viitor. Câștigurile de capital sunt înregistrate ca o sursă de venituri și, prin urmare, fac parte din produsul intern brut, dar pierderile respective nu au fost incluse în venituri. Este posibil ca din ce în ce mai puține oportunități pentru industria serviciilor financiare să se transforme în astfel de câștiguri înregistrate în venituri, și, prin urmare, traiectoria produsului intern brut va fi mai redusă.

O analiză completă cost-beneficiu trebuie să evalueze costurile acțiunilor de politici (c_{jt}). Prin urmare, noile obiective ale raporturilor de capital sau ale standardelor de lichiditate ar trebui atinse imediat, și, prin urmare, țintele raportului de capital sunt realizate fie prin emiterea de capital fie prin injecția de capital de către guvern.

Calculul cost-beneficiu ar trebui să ia în considerație valoarea actualizată prezentă netă a diferenței dintre b_{jt} și c_{jt} folosind un factor real de discount (rr) (Barrell et.al., 2009):

$$NPV_j = \sum_{t=1} (b_{jt} - c_{jt}) / (1 + rr)^t$$

Dar un capital restricționat și cerințele mai mari de lichiditate nu implică în mod necesar reducerea probabilității unei crize; în plus, cerințele de reglementare mai stricte reduc câștigurile, deși acestea rămân pozitive.

Există o serie de factori care afectează creșterea “optimă” a capitalului și a lichidității.

De exemplu, modificările de politici ar putea fi mai puțin eficiente în reducerea bulelor prețurilor activelor și, prin urmare, în reducerea probabilității de criză, astfel că beneficiile ar fi mai mici (Barrell et.al., 2009), deși este dificil de estimat cât de mare poate fi această reducere a beneficiilor. În orice caz, având în vedere că beneficiile cresc la o rată redusă, iar costurile cresc aproximativ liniar în intervalul considerat, orice reducere a beneficiilor și costurilor ar putea duce la rezultate diferite din punct de vedere al schimbării de politici care produce cele mai mari beneficii nete estimate, precum și al politicilor din care beneficiile nete se așteaptă să fie derivate.

Bibliografie

- Elsa Orgiazzi (2007). "Financial Development and Instability: the Role of the Labour Share", *Munich Personal RePEc Archive*
- Emilio Fernandez-Corugedo and Price Simon (2002). "Emilio Fernandez-Corugedo and Price Simon", *Bank of England*
- Gianni De Nicolò, Andrea Gamba and Marcella Lucchetta (2012). "Capital Regulation, Liquidity Requirements and Taxation in a Dynamic Model of Banking", *International Monetary Fund*
- J.-P. Allégret and Ph Dulbecco (2003). "Financial Liberalization and Stability of the Financial System in Emerging Markets: the Institutional Dimension of Financial Crises", *Review of International and Political Economy*
- Matthieu Bussiere and Christian Mulder (1999). "Political instability and economic vulnerability", *International Monetary Fund*
- Philip Davis (2010). "Banking on Virtue – exploring the approaches of economics and theology to the financial crisis", *National Institute of Economic and Social Research*
- Philippe Aghion, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee (2004). "Financial Development and the Instability of Open Economies", *National Bureau of Economic Research*
- Ray Barrell, E Philip Davis, Tatiana Fic, Dawn Holland, Simon Kirby and Iana Liadze (2009). "Optimal regulation of bank capital and liquidity: how to calibrate new international standards", *National Institute of Economic and Social Research and Brunel University*
- Tamás Kalman and István Hamecz (2003). "Report on financial stability", *Magyar Nemzeti Bank*