

TRIBUNA ECONOMICĂ®

2012
ABONAȚI-VĂ ACUM
DIRECT LA REDACȚIE
AVANTAJE IMPORTANTE
PAGINILE 39-44

9
2012

Decanul presei economice ■ Săptămânal economic național

CONSULTANȚĂ

- Cazierul fiscal: prezentare certificat; termen de eliberare; valabilitate
- Inspekția fiscală: forme și întindere; reguli pentru verificare
- Activele fondurilor de pensii private
- Beneficii de asistență socială

FINANȚE

- Raportarea situației financiare

COMENTARIU

- Taxarea tranzacțiilor financiare

CONTROL

- Verificarea T.V.A.

EFICIENTĂ

- Insolvabilitatea fiscală
- Cooperația de consum
- Clientul în afaceri

MONDIALĂ

- Efectele crizei
- Prognoze internaționale

CONSILIER JURIDIC

- Parteneriatul public-privat: lege; norme metodologice

www.tribunaeconomica.ro



RECENSĂMÂNT
2011

Preturi
NESCHIMBATE
față de
anul 2011

CONTROL ■ AUDIT

- 46 Verificarea taxei
pe valoarea adăugată
deductibile
(Mihai Roman)



- 68 Clientul în afaceri
(Cristina Alina Năftănăilă)

TEORII ■ IDEI

- 70 Reperetele unui
miniprogram
de guvernare.
Prioritățile anului 2012



SUPLIMENT ECONOMIC - LEGISLATIV

ACTE NORMATIVE

- 51 Legea parteneriatului
public-privat, aliniată
la cerințele europene
(Vass Lawyers)
55 Normele metodologice
privind parteneriatul
public-privat (P.P.P.)
(Vass Lawyers)

ECONOMIE MONDIALĂ

- 73 Efectele crizei.
Încetinirea expansiunii
comerțului internațional
în 2011 – perspective
și mai slabe în 2012
(Agnes Ghibuțiu)
76 Prognoze internaționale.
ONU – creștere anemică
și inegală a economiei
în 2012 –2013
(Cornel Albu)
78 Procese economice
cu implicații globale.
Agențiile de rating și criza
internațională financiară
(Octavian Ciobănașu)



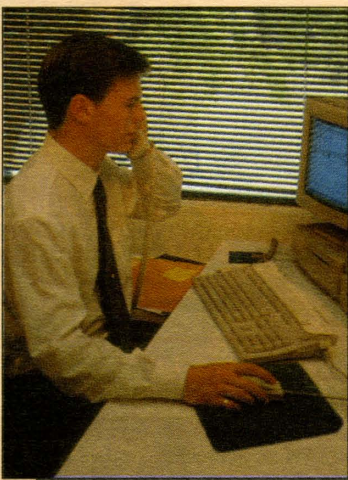
EFICIENȚĂ

- 60 Starea de insolvabilitate fiscală
(Adriana Ion)
62 Bugetul agentului economic
(Cristina Rodica Gradea)
64 Cooperarea de consum în sfera serviciilor
(Ioan Crișan, Ioan Mărculescu)

SITE-UL „TRIBUNEI ECONOMICE” PE INTERNET www.tribunaeconomica.ro

vă oferă:

- SUMARUL revistei “Tribuna economică” la zi și articolele publicate la cele mai importante rubrici ale revistei
- ARHIVA constituită din toate articolele publicate pe Site, începând cu 1 ianuarie 2006
- SUMARUL publicațiilor lunare editate de “Tribuna economică”
- NOILE apariții editoriale – cărți editate de “Tribuna economică” (prețuri și informații suplimentare)
- Informații despre ABONAMENTELE ce pot fi efectuate la publicațiile editate de “Tribuna economică” în anul 2012 (prețuri și formular de abonare)
- Informații despre PUBLICITATEA ce poate fi efectuată în revista “Tribuna economică” și pe Site-ul www.tribunaeconomica.ro (prețuri și informații suplimentare)
- Informații despre noutăți legislative, comunicate de presă, evoluțiile bursiere ș.a., prin intermediul secțiunii de ȘTIRI
- Secțiunea SONDAJ, prin intermediul căreia vă puteți exprima opiniile în legătură cu anumite probleme de actualitate economico-juridică



Procese economice cu implicații globale

Agențiile de rating și criza financiară internațională

DE LA debutul crizei financiare internaționale în 2008, marile agenții de rating au căpătat un rol cât se poate de activ în influențarea piețelor financiare și a burselor internaționale. Criza din 2008 a fost determinată în special de sistemul bancar din umbră și a unor instituții financiare care au acumulat și vândut securities garantate prin credite ipotecare (mortgage backed securities), CDO-uri (collateralized debt obligations)¹ și active ce au devenit toxice, cu suportul agențiilor de rating. Acestea aveau rolul de a determina gradul de risc a diferitelor instrumente financiare, pentru a fi vandabile către potențialii investitori.

Al doilea val al crizei financiare care s-a acutizat în 2011 a fost determinat de datoriile suverane. Statele cu

deficite externe au acumulat datorii și au vândut titluri de stat în principal sectorului bancar, pentru a-și echilibra bilanțurile. Aceste titluri de stat erau până în 2011 cotate cu rating triplu A de agențiile de rating, ce se acordă doar în cazul în care riscul de nerambursare este zero. Acum aceste titluri de stat în loc să aducă investitorilor venituri cu risc zero, aduc risc cu venituri zero².

Impactul pe care rating-urile negative acordate de Standard & Poor's, Fitch și Moody's l-au avut asupra piețelor financiare și asupra costurilor de împrumut ale statelor europene a fost cât se poate de real. Europa a fost cea mai afectată de aceste acțiuni și s-a dovedit necesitatea urgentă a unor măsuri pentru stabilizarea piețelor financiare.

Trei mari agenții de rating la originea crizei din SUA

COMISIA de anchetă a cauzelor crizei financiare din SUA a stabilit printre cauzele ce stau la baza crizei din 2008, faptul că trei mari agenții de rating de nivel internațional (Standard & Poor's, Fitch și Moody's) au fost cooptate de instituții financiare pentru a acorda rating-uri de risc unor instrumente financiare. Unele dintre acestea erau ipoteci securitizate din care o bună parte erau de tip subprime.

■ Categoria **subprime** era reprezentată de credite sub diferite forme către persoane ce nu se încadrau în normele instituțiilor financiare de prestigiu din SUA pentru a primi finanțări. Aceste persoane fie nu aveau un istoric financiar, fie se aflau în situații speciale ce nu le făcea apte pentru a primi credite. Totuși, multe per-

soane care nu se încadrau în standardele de creditare, au primit finanțări sub formă de credite ipotecare, fără a se ține cont de capacitatea acestora de rambursare.

În SUA, cel puțin un sfert din creditele ipotecare acordate în prima jumătate a anului 2005 prevedeau doar plata dobânzilor pe o perioadă de până la 10 ani. Principalul era plătit la sfârșitul perioadei de creditare sau creditul era transformat în credit ipotecar ce prevede plata mixtă de dobândă și principal.³

■ Alte produse de tip securities ce aveau la bază credite ipotecare erau **CDO-urile**. Acestea sunt un tip de ABS (structured asset-backed security)⁴ cu mai multe tranșe, ce sunt emise în scop special și garantate cu obligațiuni de datorii inclusiv titluri de stat și credite. Fiecare tranșă oferă diferite grade de risc și câștig pentru apetitul la risc al clienților.

Valoarea CDO-urilor și plățile acestora derivă dintr-un portofoliu cu randament fix de la activele la baza acestora. Aceste credite ipotecare erau vândute între instituțiile financiare la pachet, însă pentru a fi vandabile către investitori acestea trebuiau să fie însoțite de informații privind gradul de risc asumat și rata de profit obținută.

De exemplu, ca la CDO-uri, creditele ipotecare erau împărțite în mai multe benzi de scadență de-a lungul



**ABONAȚI-VĂ
DIRECT LA
REDACȚIE!
AVANTAJE
IMPORTANTE!**

Informații
suplimentare la
tel.: 021.312.76.37
fax: 021.316.79.37



perioadei de rambursare a creditului. Primele benzi din perioada inițială de rambursare prezentau riscul cel mai mic, deci se oferea dobânda cea mai mică, în timp ce ultimele benzi, spre perioada finală de rambursare a creditului, riscul cel mai mare cu dobânzi progresiv mai mari.

Totuși, foarte multe instrumente financiare securizate erau atât de complexe încât era dificil pentru investitori să poată evalua ce cumpără. Așadar, aici au intrat în joc agențiile de rating ca Standard & Poor's și Moody's care au fost angajate de diferite instituții financiare să le evalueze produsele și să le ofere un rating.

Multe dintre acele securities au primit rating AAA (risc zero de pierdere a investiției – ratingul cel mai sigur). Acestea au fost puse apoi în circulație pe piață și au schimbat de mai multe ori proprietarii până când, la un moment dat, creditele care stăteau la baza lor au devenit neperformante (rambursările lor au fost întrerupte), din cauza împrumuturilor care nu mai făceau față să le ramburseze. În consecință, rating-ul acestor securities a trecut direct de la AAA la junk (neperformante).

Toți actorii în acest proces, de la speculatorii care vindeau casele, la brokerii ipotecari care căutau creditele, la creditorii care acordau creditele ipotecare, la firmele financiare care au creat securities garantate cu credite ipotecare și CDO-urile, credeau că pot scăpa rapid de risc prin vânzarea în situații de urgență către următorul cumpărător la rând, însă s-au înșelat.

În momentul când împrumutării nu și-au mai plătit ratele la creditele

ipotecare, pierderile amplificate de derivate s-au propagat în restul sistemului. Sistemul însă era reprezentat de instituții financiare cu importanță mare în economie, care nu aveau însă mecanisme suficient de puternice pentru a contracara un colaps de așa amploare.⁵ La momentul respectiv nu existau marje de siguranță sau provizioane care să acopere pierderile.

Comisia de anchetă mai sus menționată a investigat metodologia acordării ratingurilor respective și din care a rezultat că nu se luau în calcul niște factori foarte importanți.

În consecința celor de mai sus, am putea concluziona că agențiile de rating au avut un rol în declanșarea crizei financiare din 2008 sau mai precis a crizei premergătoare din 2007, denumită Credit Crunch (criza creditelor ipotecare). Această concluzie este susținută de informații concrete.

Totuși, ele nu au fost cauza principală, ci mai degrabă un facilitator sau

catalizator al fenomenului extinderii crizei. Această ipoteză se referă însă la situația din 2008.

Originile crizei din 2008 au fost determinate de marile bănci americane, de agențiile de rating și de sistemul financiar din umbră (shadow banking system), precum și de un concurs de evenimente ce au declanșat totul.

Implicarea agențiilor de rating în criza datoriilor suverane

DIN 2010 – 2011 s-a trecut în altă fază a crizei financiare, în special în Europa: criza datoriilor suverane. Creșterea uriașă a datoriilor suverane ale statelor europene nu a fost o surpriză pentru nimeni, poate doar în cazul Greciei, unde amploarea situației financiare precare nu a ieșit la iveală decât relativ recent.

Așadar, statele s-au împrumutat de pe pietele financiare și în special de la

Impactul declasărilor agențiilor de rating asupra piețelor financiare și burselor

ZVONURILE privind deteriorarea situației financiare a unei țări au un impact real asupra piețelor financiare. În ziua de azi, investitorii sunt foarte circumspecți cu privire la problemele potențiale, iar piețele îi sancționează puternic pe cei afectați de zvonuri.

Băncile europene și-au văzut valorile lor scăzând puternic în 2011, în principal din cauza expunerilor lor la datoria suverană. De fapt, din cauza dimensiunii sale, datoria suverană reprezintă o amenințare reală și imediată a mediilor bancare, în special în Europa.

Creșterea potențială a riscului de default al unei țări declanșează scăderea ratingului de către agenții de rating ca Standard & Poor's, Moody's și Fitch. Chiar dacă temerile nu sunt total obiective, o astfel de scădere de rating aduce costuri financiare mai mari în țările implicate, din cauza primei de risc percepute.

Ca urmare, povara financiară suplimentară a unei țări înrăutățește situația. Doar dacă încrederea investitorilor este restabilită datorită măsurilor adoptate de a ține datoria sub control și a stimula creșterea, piețele se vor calma.

Un studiu al Băncii Centrale Europene⁶ arată că declasarea de către agențiile de rating a datoriilor suverane și creșterea spread-ului la titlurile de stat s-au alimentat reciproc, fiecare tăiere de rating ducând la creșterea costurilor de finanțare pentru țara în dificultate cu până la 1%.

Agențiile de rating au fost învinuite de amplificarea crizei din zona euro și a slăbiciunilor țărilor prin declasări de rating în momente inoportune ce au atras atenția piețelor și au dus la creșteri ale costurilor de finanțare pentru țările deja puternic afectate de criză.

Acest studiu, primul publicat de ECB pe acest subiect, argumentează că agențiile de rating nu doar urmează piața, ci o și conduc, în timp ce deciziile lor au un impact și în afara granițelor țărilor implicate.



bănci pentru a-și acoperi deficitele, în loc să ducă o politică sănătoasă de reducere a cheltuielilor în sectorul public și de stimulare a investițiilor în economia reală. Nu se poate spune că băncile în acest context au avut un rol negativ, ci mai degrabă de susținere a statului.

Totuși, față de SUA, unde s-au făcut multe bail-out-uri ale sistemului bancar, în Europa acestea au fost limitate. S-a căutat mai degrabă să se sprijine sistemul bancar prin reducerea dobânzii-cheie și permiterea accesului la fonduri ieftine LOTR de la Banca Centrală Europeană.

Această ultimă măsură a avut ca scop asigurarea unui nivel de lichiditate în sistemul financiar-bancar, pentru a compensa imposibilitatea băncilor de a se finanța de pe piața interbancară. În prezent, băncile europene nu mai pot atrage lichiditate de pe piața interbancară din cauza neîncrederii între ele.

Dacă ne întrebăm de unde provine această lipsă de încredere, răspunsul este la îndemână: faptul că fiecare dintre marile bănci deține o parte din datoria suverană, un eventual colaps al statelor respective ar duce la imposibilitatea băncilor de a-și onora obligațiile față de cei de la care s-au împrumutat.

Acest blocaj al sistemului bancar european nu a rămas fără consecințe. Acțiunile marilor bănci europene au căzut foarte mult în bursă, din cauza temerilor investitorilor privind un posibil colaps ce ar rezulta din intrarea în incapacitate de plată a unor state europene ca Grecia sau Italia. Alte state ca Spania, Portugalia și Irlanda au fost scoase temporar din categoria cu risc imediat de default.

Ne putem întreba acum ce legătură au cele menționate cu societățile de rating. Răspunsul la această întrebare este unul simplu. Societățile de rating menționate anterior, S & P, Fitch și Moody's acordă rating-uri atât țărilor, cât și instituțiilor financiare. Trebuie menționat că țările europene cu cea mai mare datorie externă față de PIB sunt Grecia și Italia. Grecia este încadrată în ultima categorie înainte de default, deci prezintă riscul cel mai mare în momentul de față.

Actualmente se duc tratative cu investitorii privați pentru ca aceștia să accepte o reducere a remunerației la titlurile de stat grecești. Această fază este cea premergătoare primirii unui nou bail-out (fond de salvare) din partea UE, FMI și BCE.

Din cauza nivelului datoriei externe al Italiei de 1,84 miliarde euro (de 5 ori mai mari decât al Greciei), aceasta prezintă un risc mare pentru stabilitatea Zonei euro și a monedei unice europene. Ca urmare, spread-ul la titlurile de stat italiene față de cele germane, crescuse la peste 500 puncte bază, depășind valoarea de 7% remunerație, nivel considerat nesustenabil pe termen lung pentru o țară.

Tendențe în redesenarea rolului agențiilor de rating

În acest context, s-au detașat două soluții propuse. Una este că ar trebui create și agenții de rating la nivel european care să realizeze rating-uri, pentru a stabili un echilibru în acest domeniu. Altă variantă ce va fi propusă Parlamentului European este aceea

de a interzice agențiilor de rating să acorde calificative țărilor din UE fără acceptul prealabil al acestora⁷.

De fapt, se propune crearea unui organ care să verifice metodologia de acordare a rating-urilor de țară, înainte de a le valida pentru publicare. Este dificil de crezut că aceste două variante propuse vor fi adoptate, ținând cont că trebuie să existe o anumită independență a agențiilor de rating. Este totuși pozitiv faptul că s-ar putea înființa un organ care să aibă rolul de a audita metodologiile utilizate de agențiile de rating.

În timp ce, în 2007 – 2008, cele trei mari agenții de rating existente au acordat rating-uri extrem de optimiste, acum acordă rating-uri prea prudente, neținând cont de efectul negativ pe care îl au asupra costurilor de finanțare al țărilor în dificultate și instituțiilor financiare.

Rolul acestora trebuie să fie și unul de stabilire a unui echilibru pe piețele financiare și de a furniza soluții de rezolvare a problemelor pe care le constată. Simpla acordare de calificative fără a ține cont de impactul acestora, ar însemna a nu ține cont de contextul crizei actuale.

Investitorii trebuie să aibă surse obiective de informații pe care să-și bazeze deciziile de investiții, iar acestea trebuie să fie corecte și transparente. Investițiile ce creează locuri de muncă sunt benefice pentru economie, întrucât stimulează consumul și producția, care la rândul lor generează creștere economică. □

Octavian CIOBĂNAȘU

NOTE

¹ Obligațiuni de plată cu colateral.

² Buttonwood: "Gloom descends – European banks are becoming the focus of concern" From the Economist Print Edition Nov 26th 2011.

³ Financial Crisis Inquiry Commission – United States of America: "The Financial Crisis Inquiry Report", Public Affairs – member of the Perseus Books Group, 2011, USA, pp. xxiii.

⁴ Securities structurate cu active în garanție.

⁵ Financial Crisis Inquiry Commission – United States of America: "The Financial Crisis Inquiry Report", Public Affairs – member of the Perseus Books Group, 2011, USA, pp. xxiv.

⁶ ECB RESEARCH – "Rating downgrades have fed crisis", FRANKFURT, (Reuters), Thu, Feb 2 2012.

⁷ Crisi: "Rating sovrano, il Parlamento europeo propone divieto senza richiesta degli Stati", La Repubblica, 7 feb 2012.