

# Buletin de analiză al Centrului de Cercetări Financiar-Monetare

**Nr.16-17/ iunie-septembrie 2017**

**Serie coordonată de:**

Prof.univ.dr. Andreea Stoian  
Departamentul de Finanțe și CEFIMO  
ASE București

**Elaborat de:**

Ionuț Năstase  
Absolvent program master  
Management Financiar și  
Investiții (MFI)



**NOTĂ**

Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea informațiilor  
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei

ISSN 2359 – 9014  
ISSN-L 2359 – 9014

# Centrul de Cercetări Financiar Monetare

## În spatele crizei financiare din 2007-2008

### Introducere

În ultimele decenii, am asistat la cea mai mare criză financiară din Statele Unite (2007-2008) după “Marea Depresiune” din 1929, care s-a răspândit la nivel global. Această ultimă criză financiară ne-a demonstrat că lumea în care trăim este puternic globalizată, iar economiile sunt interconectate. “Too big to fall” este o afirmație pe care această criză a infirmat-o în numai câteva luni prin falimentul marilor conglomerate financiare de investiții din SUA, precum: Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch și altele.

Septembrie 2008 este o lună pe care nu o vom uita prea curând, o lună în care tot sistemul financiar global a înghețat, marcată de creditorii uriași preluați în prag de colaps (Fannie Mae și Freddie Mac), de cumpărarea băncii falimentare Bear Stearns cu 2 dolari/acțiune de către J.P. Morgan, de prăbușirea acțiunilor Lehman Brothers, urmată de falimentul companiei și de prăbușirea celei mai mari companii de asigurări, American International Group, preluată de guvern.

Ce este, însă, o criză financiară? Criza financiară este rezultatul evenimentelor create pe piețele de capital ca urmare a unor dezechilibre puternice produse de creditarea excesivă, lipsa reglementării anumitor titluri, creșterea excesivă și nejustificată a prețurilor în anumite sectoare (ex. prețul imobilelor în 2006). Criza financiară devine criză economică atunci când starea de instabilitate financiară la nivelul unei economii sau la nivel global, marchează scăderea bruscă a

unor indicatori de performanță economică (PIB, rata dobânzii, curs valutar etc). Frankel & Saravelos (2010) definesc criza ca fiind situația în care limitele sau intervalele de limită ale unor variabile economice sau financiare au fost depășite<sup>1</sup>.

Raghuram G. Rajan (2005), liderul FMI din perioada pre-criză, definește criza financiară ca fiind costul plătit de societate pentru dezvoltarea și expansiunea sectorului financiar prin abilitatea lui de a distribui riscul. În lucrarea sa, acesta a previzionat riscul expunerii sectorului financiar la potențiale dereglări și impunea o supervizare mai atentă de către autorități a tranzacțiilor financiare, o restricționare a creditării excesive și o reglementare a “paradisurilor toxice” care erau folosite în mod speculativ pe bursele internaționale.

Pentru a putea urmări semnalele care prevestesc o criză, este necesar un studiu al crizei financiare din anii 2007-2008, în care să identificăm caracteristicile pieței de capital de la vremea respectivă, marii jucători în contextul economic de atunci și deciziile luate de bănci și de autoritățile stautului. Astfel, s-a reușit sublinierea adevăratelor cauze care au stat la baza prăbușirii pieței de capital și efectele devastatoare care s-au dezlănțuit asupra economiilor lumii. O criză financiară, nu se transformă în criză economică decât dacă factorii economici sunt influențați și împinși

<sup>1</sup> Frankel & Saravelos, 2002, “Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crises”

în afara limitelor stabilite, motiv pentru care am decis să analizăm și canalele de transmitere și de transformare a unei crize financiare în una economică.

Semințele problemei au fost semănate încă din vremea recesiunii anterioare din anii 2001-2003. Sfârșitul anilor 1990 marchează dezvoltarea sectorului IT ceea ce a determinat creșterea prețului acțiunilor companiilor din acest sector pe bursă și abilitatea companiilor de a genera câștiguri și fluxuri de numerar net superioare. Unii au previzionat sfârșitul modelelor de afaceri de lungă durată și au găsit în acest lucru o modalitate de a face profit utilizând internetul și informația ca instrumente de realizare a acestuia. Ca și exemplu, un titlu din acest sector avea un preț de doar 2 dolari pe acțiune în 1993 și a ajuns până în februarie 2000 la 1000 de dolari pe acțiune, după care s-a prăbușit la o valoare de sub 20 de dolari până în 2002. Indicele NASDAQ compus din firmele mici din domeniul tehnologiei, a scăzut cu 75% în 2002 față de 2000 pe măsură ce “bula” s-a spart.

Bursa de valori, în cădere, a încurajat Rezervă Federală să reducă ratele de dobândă pentru a stimula cheltuielile, împrumuturile și creșterea economică. Atacurile teroriste din 11 Septembrie 2001 au generat îngrijorare și incertitudine cu privire la economie. Astfel, pentru a sprijini economia, Rezervă Federală a menținut lichiditatea sectorului financiar și a continuat să reducă rata de dobândă. În timpul recesiunii din anii 2000-2002, Rezervă Federală a redus rata de actualizare de 14 ori, iar rata fondurilor federale a scăzut de la 6.5% la 1%. Politica fiscală a fost, de asemenea, stimulată de creșterea cheltuielilor guvernamentale și de aprobarea reducerilor de impozite în timpul mandatului Bush jr. în 2002. De aceea, stabilirea ratelor scăzute ale dobânzii, stimularea politicii fiscale, precum și o economie în creștere a contribuit la crearea unui mediu propice pentru consum excesiv și împrumuturi.

## **Construirea “fundației” crizei financiare din SUA. Schimbarea culturală**

**Consumatorii:** Dintre toți, consumatorii americani obișnuiau să-și limiteze accesarea împrumuturilor, însă, în timp, această mentalitate s-a schimbat și consumatorii au început să-și dorească totul mai repede, bunuri costisitoare pe care le achiziționau pe moment finanțate prin credite. Astfel, principiul “economisește acum, cumpăra mai târziu” a fost înlocuit de credite, rata economisirii scăzând foarte mult și devenind chiar negativă după anul 2000.

Această schimbare culturală a afectat bugetele gospodăriilor. Pe lângă faptul că un american de rând deținea un credit ipotecar pentru casa și un leasing pentru mașină, mai avea și un card de credit neplătit de 8000 de dolari cu o dobândă medie de peste 13% anual<sup>2</sup>. Cu un serviciu al datoriei tot mai mare, o bună parte din bugetul gospodăriilor americane pleca spre creditori pentru rambursarea principalului și a dobânzii. Un studiu recent al Deloitte US arată că serviciul datoriei americanilor a crescut de la 11.5% în 1990 la 14% în 2007. Schimbarea culturală care a permis populației să “cheltuiască acum și să plătească mai târziu” ar trebui să fie subiectul oricărei discuții ulterioare crizei financiare.

**Rezerva Federală:** În primul deceniu al anilor 2000, Rezervă Federală a menținut o strategie a “banilor ușori” într-un mediu al ratelor de dobândă reduse. Ratele de dobândă la 10 ani ale certificatelor de trezorerie au oscilat între 4% și 5% în perioada 2002-2008, iar ratele de dobândă pentru titlurile de stat pe termen lung (30 ani) s-au situat în jurul valorii de 5%, ceea ce a determinat consumatorii să se împrumute și să cheltuiască mai mult.

<sup>2</sup> Departamentul Economic de Cercetare, “Daily Economic Comment”, The Northern Trust Company, 21 Septembrie, 2005



**“Bula” valorii imobilelor și spargerea ei:** Creșterea prețurilor proprietăților imobiliare a ajutat la mascarea unor probleme ale acestor împrumuturi ipotecare sub-prime. Ratele de dobândă mici împreună cu ratele variabile a permis indivizilor să treacă de cerințele de venit pentru a achiziționa proprietăți mult mai mari și mai costisitoare. Proprietarii de case au ajuns să creadă că ar putea vinde cu ușurință locuința mai târziu, pentru profit, să plătească ipoteca lor și să reinvestească suma într-o casă mult mai mare. Desigur, proprietățile mai scumpe au costuri mai mari atât în credite cât și în impozite, utilități și mentenanța, și din păcate, unii dintre proprietari au realizat acest aspect mult prea târziu.

Majoritatea clienților ar fi cumpărat o locuință cu un avans mic sau avans 0, ar fi făcut renovări parțiale și ar fi sperat să o vândă pentru profit rapid. Similar boom-ului internetului de la sfârșitul anilor 1990, piața proprietăților imobiliare a devenit o “Bulă” în anul 2000 care a început să explodeze la sfârșitul anului 2006. Creșterea prețurilor proprietăților imobiliare a avut loc în special în statele California, Florida, Arizona, Nevada cât și în regiunea de nord-est. **Indicele Case-Shiller** care descrie prețurile proprietăților, a înregistrat o valoare de 60 de puncte în anul 1997, după care și-a mărit valoarea ajungând la 220 puncte până în 2006. În timpul exploziei “bulei imobiliare”, indicele s-a prăbușit la o treime din valoare până în 2009.

Creșterea prețurilor și apariția “bulei imobiliare” nu a fost un fenomen care s-a manifestat doar în SUA. Din 1997 până în 2005, prețurile locuințelor au crescut și în Spania cu 130% sau Franța, Marea Britanie, Irlanda, Suedia și Australia. Creșterea veniturilor în expansiune economică, cuplată cu rate scăzute ale dobânzii și probabil speranțele pentru un profit sigur, au alimentat cererea de locuințe. Investitorii optimiști construiau “case în aer” investind în piața imobiliară la prețuri extravagante. În cazul în care un debitor datorează mai mult decât

valorează unui activ achiziționat prin credit, debitorul este declarat “**underwater**” sau “**upside down**”.

**Vânzarea de credite – Brokerii ipotecari:** Creditarea ipotecară a primit un ajutor din partea unei noi surse: brokerii de credit ipotecar. Brokerii ipotecari au autopromovat printre cumpărătorii anumite tipuri de imobile și au acționat în calitate de intermediari între debitori și instituțiile financiare cum ar fi firme ipotecare sau bănci. Acești brokeri erau plătiți pe bază de comision, astfel motivația lor era să conducă potențialii debitori către servicii ipotecare „convenabile”.

O nouă piață care s-a dezvoltat a fost piața împrumuturilor ipotecare sub-prime. Creditele din acest sector de brokeraj erau descrise cu termeni batjocoritori, cum ar fi “creditele mincinoase”. Aceste credite erau denumite astfel deoarece debitorii puteau să supraestimeze venitul lor și să subestimeze datoriile curente, întrucât știau că informațiile nu sunt verificate. Un împrumut “ninja” a fost folosit pentru a descrie un credit ipotecar fără venituri, fără loc de muncă sau active. În tot acest timp, ei credeau că prin creșterea prețurilor de pe piața imobiliară vor obține în timp, atât capital propriu, cât și profit.

**Vânzarea de credite – Securitzarea:** De peste 40 de ani, creditele ipotecare au fost vândute de băncile emitente către instituții financiare cum ar fi Fannie Mae<sup>6</sup> și Freddie Mac<sup>7</sup>. Fannie Mae a fost creată în 1938 pentru achiziționarea ipotecilor de la bănci aflate într-o situație dificilă. Băncile primeau bani lichizi pentru a înlocui activele greu transformabile în bani din bilanțurile lor – acest lucru le permitea acordarea de alte credite.

<sup>6</sup> Apelativ pentru Asociația Națională Federală a Valorilor Imobiliare (în engleza FNMA – Federal National Mortgage Association)

<sup>7</sup> Apelativ pentru Corporația Federală a Creditelor Ipotecare (în engleza FHLMC – Federal Home Loan Mortgage Corporation)

Charles R. Morris (2008) explică în lucrarea sa **“The two trillion dollar meltdown”** că: odată ce erau cumpărate ipotecile, de către băncile de investiții, acestea erau reunite sub forma unor titluri de valoare pe care le vindeau pe baza fluxurilor de numerar așteptate din plățile de principal și dobândă ale creditelor. Acest proces, denumit securitizare, creează titluri de valoare garantate cu ipotecă (MBS<sup>8</sup>). Aceste titluri furnizau lichiditate și diversitate pieței ipotecare, din moment ce investitorii puteau achiziționa aceste titluri de valoare garantate dintr-un spectru divers de credite ipotecare. S-a sperat că riscul de credit al acestor titluri nu ar afecta în mod semnificativ fluxurile de numerar acumulate de investitorul în MBS. În ceea ce privește valorile mobiliare ipotecare, băncile de investiții făceau marketing într-o încercare de a eficientiza piețele prin creșterea valorilor mobiliare și crearea unor fluxuri de numerar potențiale pentru a atrage investitori cu diferite profile de risc

Într-adevăr, procesul de securitizare creștea capitalul disponibil din piață; prin vânzarea de active, creditorii eliminau din bilanț creditele, recuperându-și banii, bani ce îi puteau folosi pentru acordarea de noi credite. Putea fi o situație de tipul “win-win” din moment ce creditorul inițial primea comisioane pe măsură ce debitorii achitau ratele pe care le transferau mai departe către fondul de valori mobiliare.<sup>9</sup>

Pe măsură ce terții investeau în aceste noi titluri de valoare garantate, lichiditatea clasei de active era îmbunătățită. Investitorii stăini, deveneau interesați de achiziționarea acestor valori imobiliare cu caracteristicile lor și cu potențialul de risc/rentabilitate. Un alt motiv pentru popularitatea acestor titluri era faptul că nu aveau risc de reinvestire – din moment

ce nu existau cupoane de reinvestit, nu exista risc de reinvestire în rate de dobândă mai mici decât cele așteptate; rata de rentabilitate era “blocată” atunci când titlurile erau achiziționate.

**O “inginerie” financiară:** Ingineria financiară este o metodă de a lua fluxurile de numerar anticipate ale unui activ și de a diviza aceste fluxuri în noi modalități de valoare pentru răspunde mai bine nevoilor investitorilor sau pentru a profita de oportunitățile de arbitraj (scop speculativ). Wall Street este recunoscut pentru nivelul înalt de analiză și calcul pentru identificarea oportunităților de creare de valoare și/sau de acoperire (hedging) a riscurilor prin dezvoltarea de noi titluri financiare.

Cererea de piață pentru valorile mobiliare cu diferite plăți ale fluxurilor de numerar și diferite posibilități de raportare risc/rentabilitate a condus la securitizarea titlurilor de valoare garantate cu ipotecă (MBS). Dar, o consecință a securitizării este de a separa debitorul (proprietarul casei) și creditorul (banca sau broker de credite) de ultimul investitor. Această diferență ar putea duce la probleme dacă creditorul care primește comisioane pentru vânzarea de credite ar ști că acel credit este riscant; astfel din moment ce creditorul nu investește în aceste titluri de valoare securizate, orice problemă de neplată revine investitorului.

Ingineria financiară a condus la noi produse financiare de o mare complexitate. Un astfel de tip de produs se numește **obligație de datorie colateralizată (CDO<sup>10</sup>)** care este de fapt o securitizare a titlurilor MBS. Pe măsură ce proprietarii locuințelor plătesc ratele lunare, fluxurile de numerar sunt colectate și distribuite către deținătorii acestor titluri. Investitorii în MBS pot reuni o varietate de MBS și să le vândă sub formă de noi valori imobiliare (CDO) garantate

<sup>8</sup> MBS – din engleza Mortgage-backed securities

<sup>9</sup> Carnegie Endowment for International Peace, *Subprime Mortgage Crisis and the Globalization of Real Estate* 9/11/2007 [http://www.globalization101.org/index.php?file=news1\\_id=87](http://www.globalization101.org/index.php?file=news1_id=87)

<sup>10</sup> CDO – din engleza Collateralized Debt Obligation

prin MBS.

**Agențiile de rating** precum Standard and Poor's sau Moody's joacă un rol vital pe piețele de credit. Având rolul de terți independenți care evaluează piața de credit, aceștia joacă pe un front comun cu cel al birourilor de credit, care oferă "credit scores" și rapoarte de credit. Aceste agenții de rating evaluează capacitatea companiilor de a-și rambursa datoriile în timp util. Pe măsură ce CDO's și alte inginerii financiare devin din ce în ce mai complexe, un evaluator de credit independent poate juca un rol important în piață. Ratingurile oferite obligațiunilor de către aceste agenții au diminuat temerile investitorilor în ceea ce privește riscul de solvabilitate și implicit al acestor valori imobiliare. Ținând cont că nivelurile de risc determină randamentele așteptate de către investitori, rating-ul de credit determină prețul de randament ("yield") și prețul de vânzare al valorilor mobiliare cotate.<sup>11</sup>

După cum am menționat mai sus, pentru a satisface cererea investitorilor pentru diverse titluri financiare, băncile de investiții și alte entități au securitizat activele în instrumente financiare complexe precum CDO. Aceste instrumente erau structurate pentru a oferi investiții variate, de la cel mai bun cotate (Triplu A), al securității speculative. Un considerent important luat în calcul de investitori în achiziția de instrumente financiare a fost reprezentat de ratingul AAA oferit de către agențiile de rating recunoscute.

**"Credit Default Swaps" – Mai multă inginerie financiară:** Multe companii au emis obligațiuni pe termen lung și au plătit întotdeauna la timp dobânzile și principalul la maturitate. Însă, presupunând că investitorul cunoaște că probabilitatea unei firme de a intra în default este mică, ce poate face totuși pentru a se proteja?<sup>12</sup> Una dintre soluții ar fi

<sup>11</sup> Christopher Wright, "Shift," *CFA Institute Magazine*, Martie 2009, paginile 46-53.

<sup>12</sup> Philip J. Clements, "The Credit Crisis of 2007 and 2008," Cathedral Consulting Group LLC, Septembrie

achiziția unei forme de asigurări împotriva riscului de credit sau a riscului de default, mai exact, riscul ca emitentul obligațiunii să intre în incapacitate de plată, să rateze plata unei dobânzi sau ca obligațiunea să sufere o degradare a ratingului. Spre exemplu: cumpărăm o asigurare auto, pentru a ne proteja financiar în cazul producerii unui accident. După ce am plătit prima de asigurare, în cazul în care evenimentul se produce, compania de asigurări va plăti costurile aferente reparației pagubei produse în limita riscului asumat. În mod similar, un investitor de obligațiuni poate cumpăra o asigurare, denumită CDS, pentru a se proteja împotriva defaultului. Se numește "swap", deoarece investitorul în acest tip de securitate primește bani în cazul în care obligațiunea intra în default, ratează o plată de dobândă sau are rating descrescător. CDS-urile au fost o afacere profitabilă pentru unele companii care ofereau protecție pentru defaultul unui MBS sau CDO.

Spre deosebire de asigurarea standard, CDS este un activ securitizat, motiv pentru care cumpărătorul acesteia nu are interes financiar în securitatea de bază sau a emitentului, mai exact, investitorii puteau cumpăra swapuri pe CDO pe care nu le dețineau<sup>13</sup>.

Mulți investitori și multe instituții financiare cumpărau și vindeau CDS sub formă de "pariuri" ca mod de a preveni un eveniment de default. În timp, acest tip de instrument financiar a devenit mai degrabă un activ speculativ decât un instrument de hedging.<sup>14</sup>

30, 2008,

<sup>13</sup> Shane M. Sherlund, *The Past, Present, and Future of Subprime Mortgages*, working paper 2008-63, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200863/>

<sup>14</sup> D. Nanto, M. Weiss, J. Jackson, B. Dolven, W. Morrison, W. Cooper, J. Hornbeck, M. Martin, and J.

**Necesitatea planurilor de salvare guvernamentale:** Una dintre întrebările frecvent ridicate post-criză a fost: “De ce AIG a fost prea mare pentru eșua? – Și de ce au primit lichidități de la guvernul SUA?”. Răspunsul este: deoarece este asiguratorul principal de CDS. Instituțiile financiare care au achiziționat titluri garantate cu ipoteci de miliarde de dolari au încercat să acopere riscul de default prin cumpărarea de CDS-uri de la diverși asiguratorii, iar AIG a fost sursa majoră a acestor asigurări. În contrapartidă, s-a dovedit că AIG nu a acoperit prin hedging expunerea la riscul de default al obligațiunilor ipotecare implicite, însă în schimb a fost înlocuit cu riscul de contrapartidă care reprezintă riscul ca asiguratorul (AIG) să eșueze.

Mulți dintre ceilalți vânzători de CDS s-au acoperit împotriva riscului de default a ipoteci, unii dintre aceștia folosind AIG în contrapartidă. AIG s-a bucurat de prime bogate pentru promisiunea acestei asigurări. Însă, prin faptul că aceștia nu s-au acoperit împotriva riscului prin hedging au creat contextul unei catastrofe financiare pentru ei și pentru clienții lor.

## **Concluzie**

---

De-a lungul istoriei au existat o serie de bule urmate de prăbușiri financiare, fie că au fost provocate de oamenii care au investit sume uriașe în bulbi de lalele în Olanda în anii 1600 sau de compania South Seas din Marea Britanie în anii 1700, era dezvoltării internetului din anii 1990 sau piața imobiliarelor din anii 2000, în oricare dintre situații există câteva teme comune. Cu cât de răspândit este fenomenul, cu atât de ridicate devin prețurile și implicit determină consecințe negative asupra economiei.

---

Donnelly, “The U.S. Financial Crisis: The Global Dimension with Implications for U.S. Policy,” Congressional Research Service Report for Congress, actualizare November 25, 2008, pg. 10

Există o serie de factori generali care contribuie la crearea unei crize financiare. Primul factor se referă la creșterea “spumoasă” a unei piețe/sector – datorită greșelilor de evaluare sau excesului de cerere, prețurile pieței se abat de la realitatea economică. Investitorii și speculanții observă prețurile mari și încep să investească irațional. De cele mai multe ori, investitorii dornici se vor împrumuta (folosind marjă, credite de capital) pentru a cumpăra activul dorit.

Această creștere a creditelor conduce la un “credit boom” – creditele devin excesive în comparație cu normele istorice și nivelul veniturilor clienților. Tot mai multe credite sunt garantate cu ipoteci pe active “umflate” în valoare (ex: imobiliarele după anul 2000).

Pe măsură ce piața crește, mai mulți investitori iau cunoștință de acest aspect, iar portofoliile acestora sunt ajustate astfel încât să investească mai multe fonduri în active sigure. Primele de risc se micșorează pe măsură ce existența riscului este neglijată sau diminuată forțat.

Investitorii ar trebui să se ferească atunci când noi inovații financiare apar pentru a modifica condițiile de împrumut și înclinația spre activele supraevaluate. Exemple în acest sens sunt băncile sau companiile cu finanțare “în afară bilanțului” (datorii ce vor reduce capitalurile proprii dacă sunt raportate corect) sau active și datorii cu discrepanțe pe maturități (companii care împrumută pe termen scurt și investesc pe termen lung). Pentru cea mai recentă criza financiară, cauzele au fost lipsa de experiență și supravegherea inadecvată a instrumentelor financiare noi și complexe și anume: utilizarea obligațiunilor colateralizate și a CDS-urilor. În aceste cazuri, nu au fost raportate riscuri sau nu au fost o transparență în privința lor, drept urmare riscurile nu au fost acoperite îcorespunzător.



*Cronologia crizei din 2007-2009 urmează acest cadru destul de bine. În acest caz, activul “spumos” a fost locuința. Ratele de dobândă, din cauza politicii Rezervei Federale și a cererii de peste ocean pentru titlurile de trezorerie SUA, erau mici atât pe termen scurt, cât și pe termen lung de-a lungul curbei randamentelor. Creșterea în securitizarea împrumuturilor a încurajat un număr de investitori locali și de peste ocean să achiziționeze titluri de valoare garantate cu ipotecă (MBS) și obligații de datorie colateralizată (CDO) – astfel creștea expunerea lor pe piața imobiliară și creșteau riscurile necunoscute în timp ce se pompau fonduri într-o piață imobiliară deja inflată.*

*Modelul de afaceri al multor creditori a fost orientat către producție în detrimentul siguranței. Băncile și brokerii de credite ipotecare au căutat cote mai mari de piață în vânzarea de credite. Prețurile locuințelor au crescut, aproape dublându-se din anul 2000 și până în 2006 (cel mai mult în California, Florida, Arizona și Nevada) – încurajând creditarea “sub-prime”. În acest timp, levierul a crescut la nivelul întregului sistem financiar pe măsură ce consumatorii s-au îndatorat din ce în ce mai mult (prin credite de locuințe, carduri de credit și altele modalități). Consumul populației a ajutat în impulsivitatea vânzărilor nu numai de locuințe, cât și de alte bunuri: mașini, mobilier ș.a.m.d.*

*Prețurile locuințelor, împinse la niveluri excesiv de ridicate, au început să scadă în perioada 2006-2007 în regiunile în care prețurile au crescut excesiv. Creșterea dobânzilor împreună cu viitoarele resetări ale ratelor variabile au condus la incapacitatea debitorilor de a achita ratele, de a vinde locuința și au condus la un număr mare de debitori “underwater” (prețurile caselor au scăzut atât de mult, încât creditul era mai mare decât valoarea proprietății). Din moment ce refinanțările nu erau posibile și avantajoase în aceste condiții, defaultul a început să înflorească, executările silite au crescut, iar prețurile proprietăților imobiliare*

*continua să scadă concomitent cu o scădere a preferințele consumatorilor pentru bunuri de consum.*

*Lichiditatea a secat din cauza dificultății de stabilire prețurilor imobilelor iar investitorii întâmpinau probleme în vânzarea acestor active. Pierderile pe ipotecă, MBS și CDO au scăzut baza de capitaluri proprii a deținătorilor curenți datorită procesului de “upside down”. Unele companii nu au putut să-și crească capitalul, așa că au falimentat (Lehman Brothers), încrederea în piață a fost pusă la îndoială, primele de risc au crescut iar lichiditatea s-a redusă considerabil, toate acestea conducând la un ciclu vicios.*

*Pe măsură ce prețul activelor securitizate a scăzut și unii creditori au intrat în incapacitate de plată, obligațiile ce trebuiau îndeplinite sub termenii CDS au început să genereze probleme companiilor, cum ar fi AIG. La ceva timp, plățile necesare ce trebuiau onorate de către companie depășeau capacitatea firmei de a-și achita obligațiile și au culminat prin a fi salvați de către un program guvernamental. Companiile care au emis prospecte comerciale (cambii, bilete la ordin sau altele) și care erau în colaps, au transmis incertitudine către investitorii în fondurile mutuale de piață monetară odată ce Fondul de Rezervă a distrus mitul cu privire la fondurile mutuale. Investitorii au retras sume enorme de bani din fondurile mutuale, amenințând cu probleme de lichiditate și o încetare a oportunităților de finanțare pe termen scurt pentru afaceri. Departamentul de Trezorerie al SUA a intervenit, în principiu prin garantarea depozitelor fondurilor mutuale, ceea ce a condus la stoparea ieșirilor de lichidități.*

*Criza financiară s-a răspândit în Europa pe măsură ce au crescut prețurile proprietăților imobiliare precum și o scădere în standardele de subscriere pentru MBS. Într-un val secundar de scădere a activității economice, o recesiune la nivel*

global a început odată cu scăderea consumului și o reducere a investițiilor care au condus la reducerea activității economice în pe tot globul.

Din această analiză, unele teme recurente sunt evidente.. Atunci când piețele financiare sunt în creștere și devin “spumoase”, acela este momentul când investitorii trebuie să realizeze că există și dezavantaje în a investi.

Totodată, perspectivele etice manageriale trebuie să includă nu numai a face “ceea ce este drept”, dar și ceea ce este potrivit pentru longevitatea companiei. Trebuie reamintit că există un risc. Mulți manageri au fost absorbiți în “bula” imobiliară, au dezvoltat și creat produse bazate pe ipoteci foarte riscante și/sau au achiziționat instrumente financiare derivate complexe pe care aceștia și controalele lor interne nu le înțelegeau suficient.

De asemenea, este necesară constituirea de rezerve suplimentare (în general pentru bănci pentru menținerea capitalurilor). Aceste rezerve ajută companiile să reziste impulsului de a împrumuta bani pentru a trece peste problemele interne sau prin ciclurile de recesiune.<sup>15</sup>

Cercetarea și aprofundarea acestui subiect a avut drept obiectiv identificarea greșelilor realizate de către instituțiile financiare publice și/sau private care au condus la cea mai puternică criză financiară globală, cât și crearea unor instrumente de previziune corectă a viitoarelor evenimente extreme pe piețele financiare.

Consider că această temă este importantă pentru noua generație de analiști financiari, deoarece istoria se repetă și, mai mult ca niciodată, trebuie să învățăm din greșelile făcute în trecut. Indiferent cât de multe reglementări au fost aduse din anul 2008 și până în prezent, câte acorduri s-au semnat cu

<sup>15</sup> J.P. Morgan Chase si Wells Fargo au fost castigatorii in 2009 pentru accesul mentinut la lichiditati si prin adecvarea capitalurilor

privire la lichiditatea instituțiilor financiare (Basel III), piețele financiare sunt în continuă dezvoltare și evoluție, noile bănci sunt mult mai mari și mai complexe decât cele din trecut, crizele financiare nu vor înceta să apară, însă analiștii financiari trebuie să le previzioneze din timp și să fie pregătiți să răspundă la șocuri.

## **Bibliografie**

- 1) Bordo Michael D., Christopher M. Meissner, 2016, Fiscal and Financial Crises working paper, Național Bureau of Economic Research from Massachusetts;
- 2) Carnegie Endowment for Internațional Peace, 2007, Subprime Mortgage Crisis and the Globalization of Real Estate;
- 3) Clements Philip J., 2008, The Credit Crisis of 2007 and 2008, Cathedral Consulting Group LLC;
- 4) Croitoru Lucian, 2012, Politica monetară: ipostaze neconvenționale, Prefața Mugur Isărescu, București;
- 5) Hull John C, 2008, The Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?working paper, University of Toronto;
- 6) Jacobs Bruce I., 2009, Tumbling Tower of Babel: Subprime Securitization and the Credit Crisis.Financial Analysts Journal, vol. 65, No. 2;
- 7) Krinsman N., 2007, Subprime Mortgage Meltdown: How Did It Happen and How Will It End,The Journal of Structured Finance;
- 8) Makinen Gail, 2002, The Economic Effects of 9/11: A Retrospective Assessment, Congressional Research Office, Library of Congress;
- 9) Rothbard Murray N., 2000, Mises Institute, America’s Great Depression, Fifth Edition;
- 10) Sherlund Shane M., 2008, The Past, Present, and Future of Subprime Mortgages, working paper 2008-63, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

- 11) *Vasilescu Adrian, 2011, Biletul de ieșire din criza, București;*
- 12) *Voinea Liviu, 2009, Sfârșitul Economiei Iluziei – Criză și anticriză. O abordare heterodoxă;*
- 13) *Wright Christopher, 2009, Shift, CFA Institute Magazine;*