

CAIETE DE STUDII
Nr. 14

August 2005

**RISCURILE PENTRU STABILITATEA
FINANCIARĂ DIN ROMÂNIA
GENERATE DE SECTORUL POPULAȚIEI**

**Autori: Florian Neagu
Angela Mărgărit**

ISBN 1224-4449

Notă

Opiniile prezentate în această lucrare sunt în întregime ale autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.

*Tehnoredactarea Caietelor de studii
a fost realizată de către Direcția Studii și Publicații.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

Cuprins

SINTEZA STUDIULUI.....	9
1. COMPORTAMENTUL ECONOMIC AL POPULAȚIEI ȘI IMPLICAȚIILE ASUPRA STABILITĂȚII FINANCIARE	11
1.1. Consumul și economiile populației	11
1.2. Bilanțul și veniturile disponibile ale populației.....	21
1.2.1. Bilanțul populației.....	22
1.2.2. Venitul disponibil.....	28
2. GRADUL DE ÎNDATORARE A POPULAȚIEI – TENDINȚE, RISCURI ȘI PROVOCĂRI.....	30
2.1. Evoluții și tendințe privind gradul de îndatorare a populației	30
2.2. Factorii care au potențat creșterea gradului de îndatorare a populației.....	32
2.2.1. Pe segmentul cererii de credit	32
2.2.2. Pe segmentul ofertei de credite	36
2.3. Riscurile creșterii gradului de îndatorare a populației.....	38
2.3.1. Creditele restante.....	40
2.3.2. Gradul de concentrare în profil teritorial și instituțional...	42
2.3.3. Evoluția ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil	42
3. O ANALIZĂ CANTITATIVĂ ASUPRA GRADULUI DE ÎNDATORARE A POPULAȚIEI	44
3.1. Modelarea econometrică a gradului de îndatorare a populației...	44
3.2. Impactul constrângerilor de lichiditate asupra îndatorării populației.....	47
4. CONCLUZII ȘI POSIBILE MĂSURI DE ACȚIUNE.....	54

Acest demers se înscrie în sfera de preocupări în vederea obținerii unei imagini de ansamblu asupra potențialilor factori care au capacitatea de a declanșa riscuri sistemice la nivelul sistemului financiar din România.

Lucrarea de față este prima dintr-o serie de trei studii care dorește să surprindă, să analizeze și să formuleze soluții în vederea limitării potențialelor riscuri macroprudențiale asupra stabilității financiare din România. Celelalte două studii analizează rolul companiilor nefinanciare și respectiv al cadrului macroeconomic intern și internațional în asigurarea și menținerea stabilității financiare din România.

Din punctul de vedere al impactului negativ pe care populația îl poate avea asupra stabilității financiare, riscul sistemic derivă în special din evoluția adversă a doi factori: (i) gradul de îndatorare și (ii) dinamica și volatilitatea bilanțului și a veniturilor disponibile ale populației. Pentru a surprinde aceste aspecte, lucrarea analizează în prima parte comportamentul economic al populației manifestat prin deciziile de consum, economisire și structurare a bilanțului. Partea a doua evidențiază tendințele, riscurile și provocările determinate de creșterea gradului de îndatorare a populației, în timp ce partea a treia este dedicată abordărilor cantitative în scopul surprinderii unei relații econometrice aferente gradului de îndatorare și a impactului constrângerilor de lichiditate asupra cererii de credite din partea populației. Ultima parte concluzionează principalele idei din lucrare, propunând totodată posibile măsuri de acțiune în vederea soluționării unor probleme identificate.

SINTEZA STUDIULUI

Deși riscurile induse de populație au crescut în ultimii ani, în prezent situația nu creează probleme asupra stabilității financiare. Pe partea de activ financiar, instrumentele pieței de capital au devenit mai atractive în detrimentul deținerilor de numerar și al depozitelor bancare, ceea ce va determina o volatilitate mai mare a randamentului portofoliului populației. Partea de pasiv reclamă însă o preocupare mai intensă din punctul de vedere al stabilității financiare, respectiv din prisma consecințelor creșterii gradului de îndatorare a populației. Deși ponderea datoriei și a serviciului datoriei în veniturile disponibile nu a crescut, situându-se la niveluri inferioare celor din Uniunea Europeană, credem că o atenție sporită trebuie acordată: (i) debitorilor care se împrumută în altă monedă decât cea în care obțin venituri și (ii) efectelor posibile în cazul unui scenariu de creștere a ratei dobânzii și a șomajului.

Tendențele privind consumul și economisirea populației reprezintă o altă preocupare din punctul de vedere al stabilității financiare. Îmbunătățirea cadrului macroeconomic, accesul mai facil la finanțare, precum și dorința de a canaliza o mai mare pondere din buget în vederea creșterii nivelului de trai reprezintă elemente care pot genera o expansiune a consumului, în special către bunuri superioare. La rândul său, procesul de integrare europeană determină și așteptări cu privire la creșterea venitului disponibil, fiind un alt argument care susține ipoteza transformării cererii potențiale în cerere solvabilă. Dacă însă oferta internă este prea inelastică pentru a satisface modificarea în structura și volumul cererii, oferta din importuri va reprezenta un substitut care ar putea crește în importanță, cu implicații asupra dinamicii deficitului de cont curent.

Ponderea creditului către populație în PIB a atins la sfârșitul anului 2004 aproape 5 la sută (de la nivelul de 0,63 la sută înregistrat în 1995), dar se află semnificativ sub valorile din UE. Analiza factorilor care determină cererea și oferta de credite către populație a relevat că în prezent aceștia acționează în aceeași direcție, respectiv către expansiunea creditării. Scenariile de limitare a creditului prin intermediul restricțiilor de lichiditate (respectiv limitarea ponderii creditului acordat în valoarea bunului finanțat și a ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil) au arătat că va exista un impact asupra creditului potențial, dar noul nivel astfel diminuat se va afla la o valoare mai mult decât dublă față de nivelul creditului efectiv acordat în prezent. Acest rezultat reflectă capacitatea relativ limitată a restricțiilor de lichiditate în direcția diminuării creșterii creditului acordat populației.

În ceea ce privește procesul de economisire, nivelul și dinamica acestuia nu reclamă preocupări la nivel macroeconomic, datorită existenței unei lichidități structurale în sistem. La nivel microeconomic însă, procesului trebuie să i se acorde o atenție deosebită, în special ca urmare a: (i) întârzierii reformei sistemului de pensii, (ii) înrăutățirii situației demografice și (iii) creșterii probabilității ca o pondere mai mare din bugetul populației să se îndrepte în viitor spre cheltuielile privind asistența medicală și educația.

Activele nete ale populației au cunoscut la rândul lor o expansiune, în special datorită creșterii prețurilor la activele imobiliare.

În concluzie, populația nu ridică în prezent probleme asupra stabilității financiare. Ponderea creditelor pierdere în total portofoliu de creditare a rămas constantă, la un nivel redus. Gradul de concentrare pe creditul acordat populației s-a redus atât în profil teritorial, cât și instituțional.

Având în vedere că o abordare proactivă este mult mai eficientă pentru menținerea stabilității financiare, studiul semnalează totuși câteva posibile măsuri de acțiune. Pe scurt, cele mai importante măsuri identificate sunt:

1. considerarea separată a debitorilor care obțin venituri într-o monedă și se împrumută în altă monedă (*unhedged borrowers*), în sensul promovării unor cerințe de capital superioare pentru această clasă de debitori;
2. promovarea unui proiect de lege prin care instituțiile financiare nebancale să fie obligate să raporteze expunerile pe tipuri de debitori unei entități de tip birou de credit;
3. promovarea de măsuri în scopul creșterii gradului de cultură financiară a populației.

1. COMPORTAMENTUL ECONOMIC AL POPULAȚIEI ȘI IMPLICAȚIILE ASUPRA STABILITĂȚII FINANCIARE

1.1. Consumul și economiile populației

Cheltuielile de consum ale populației reprezintă ponderea cea mai importantă a cererii agregate dintr-o economie. Cunoașterea comportamentului de consum al populației, în special răspunsul acesteia la șocurile exogene care afectează determinantele cererii agregate, reprezintă o sursă importantă de informație pentru înțelegerea fluctuațiilor pe termen scurt și a tendințelor pe termen lung ce se manifestă într-o economie, inclusiv în relațiile financiare cu exteriorul reflectate în balanța de plăți.

Din punctul de vedere al stabilității financiare, accentul este pus în prezent pe modificările în **evoluția și structura** consumului populației, cu scopul de a surprinde tendințele posibile cu privire, în special, la nivelul și dinamica gradului de îndatorare a populației.

Așa cum se observă din tabelul 1.1, ponderea consumului populației în PIB (înclinația medie spre consum) a cunoscut o tendință ascendentă, după nivelul minim înregistrat în anul 2002 (când ritmul de creștere a consumului final a fost inferior anului precedent, iar contribuția exportului net la formarea PIB a fost pozitivă).

Tabel 1.1. Evoluția înclinației spre consum a populației

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Înclinația medie spre consum	0,832	0,830	0,789	0,785	0,772	0,779	0,794
Înclinația marginală spre consum	–	0,828	0,702	0,776	0,726	0,808	0,853

Sursa: Institutul Național de Statistică și calcule proprii

Având în vedere: (i) exigențele în materie de deficit bugetar pe care România va trebui să le respecte în anii ce urmează, (ii) evoluția descendentă a ratelor de dobândă, precum și (iii) tendința de apreciere a monedei naționale, este foarte posibil ca rolul consumului (alături de cel al investițiilor) să crească în ceea ce privește formarea PIB. Această ipoteză este validată și de dinamica înclinației marginale spre consum care este, din 2003, superioară înclinației medii (Tabel 1.1).

Concluzia că volumul cheltuielilor populației destinate consumului va crește, poate chiar semnificativ, este susținută și prin analizarea comportamentului economic al populației prin prisma teoriilor formulate de Modigliani și Friedman privind ciclul de viață al economisirii și venitul permanent (Casetă 1).

Astfel, procesul de integrare europeană reprezintă un factor potențator esențial în direcția creșterii venitului permanent al populației din România. Anticipațiile cu privire la evoluția

ascendentă a venitului disponibil urmează a fi asimilate de către populație sub forma unui șoc permanent asupra nivelului de utilitate obținut prin creșterea consumului. Dar această modificare a consumului nu se poate realiza în prezent decât fie prin creșterea gradului de îndatorare, fie prin utilizarea resurselor deja acumulate (dezeconomisire).

Mai mult decât atât, expectațiile privind dinamica veniturilor viitoare pot urma o pantă ascendentă abruptă. Explicația principală rezidă din diferența semnificativă între media veniturilor salariale brute din România (la sfârșitul anului 2004 media reprezenta echivalentul a 233,7 euro) și valorile similare din țările aflate în Uniunea Europeană (Tabel 1.2).

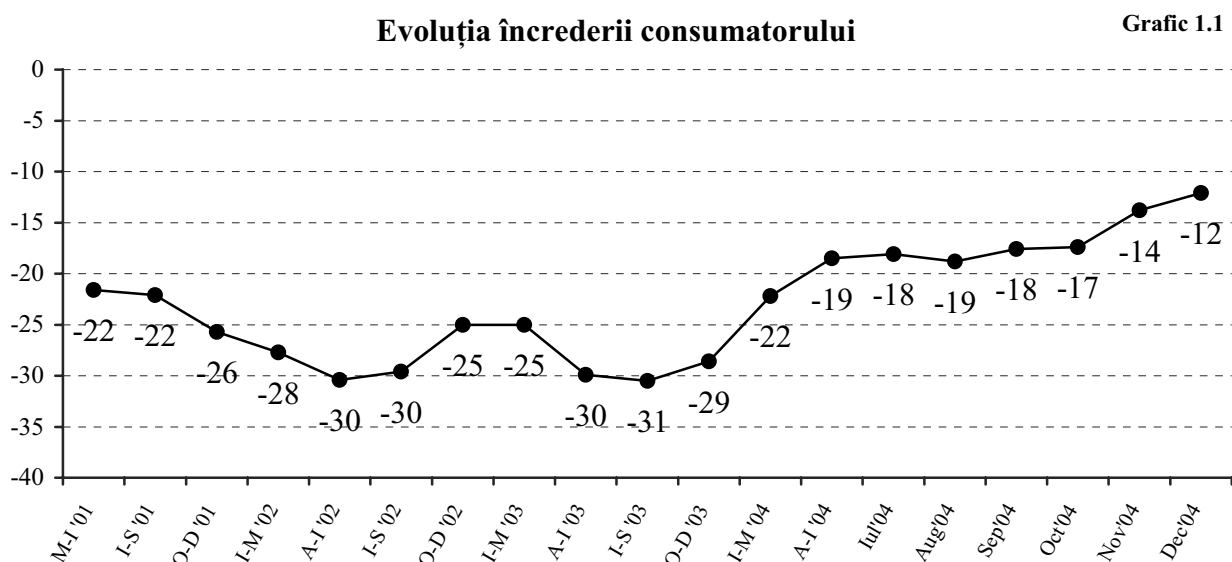
Tabel 1.2. Salariul mediu brut la sfârșitul anului 2004

– EUR –

Țări din UE-10	Țări din UE-15
Slovacia – 462,8	Spania – 1 641,14
Polonia – 594,8	Franța – 2 274,5 (an 2002)
Cehia – 652,08	Irlanda – 2 434,03
Ungaria – 668,6	Germania – 2 507

Sursa: FMI (SDSS), website-uri ale băncilor centrale și calcule proprii

La rândul său, indicatorul de încredere a consumatorului¹ s-a îmbunătățit în ultimii ani (Grafic 1.1), iar tendința se menține crescătoare, reprezentând un alt argument în favoarea ideii că resursele alocate consumului de către populație pot fi considerabile în viitor.



Sursa: GfK România, 2005

¹ Acest indicator este calculat de GfK România pe baza ponderării opiniilor formulate la întrebările: *așteptări cu privire la situația financiară a gospodăriei; așteptări cu privire la situația generală a economiei în România; evoluția șomajului în următoarele 12 luni și posibilitatea de a economisi bani în următoarele 12 luni.*

Caseta 1. Teoria ciclului de viață și a venitului permanent

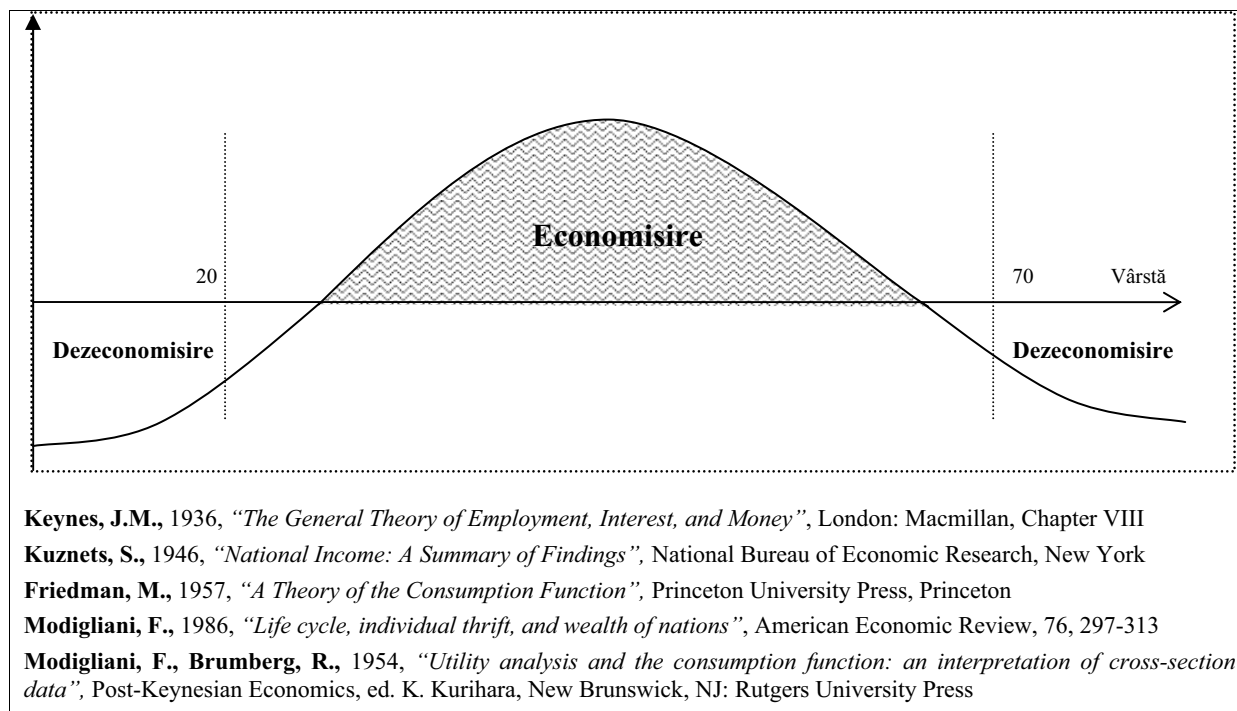
Teoria keynesistă privind consumul (1936) stabilea o relație între consumul global și venit: „Legea psihologică fundamentală pe care ne putem baza cu toată certitudinea, *a priori*, datorită cunoștințelor pe care le avem despre natura umană și, în același timp, *a posteriori*, datorită informațiilor detaliate furnizate de experiență, este că, în medie și în cea mai mare parte a timpului, oamenii tind să-și sporească nivelul de consum pe măsură ce venitul lor crește, dar nu cu o cantitate egală cu creșterea venitului”. Ca urmare, Keynes considera că, pe măsură ce venitul crește, populația își va spori economisirea, astfel încât ponderea economiilor în venit va crește.

În 1942 însă, Kuznets demonstrează că această teorie este contrazisă de datele statistice privind SUA, unde ponderea economiilor în PIB nu a crescut, deși veniturile populației s-au majorat semnificativ. Această contradicție privind teoria economisirii a trezit interes, iar Modigliani și Brumberg au publicat în 1954 o nouă teorie referitoare la economisire – teoria ciclului de viață (pentru care Modigliani a primit și Premiul Nobel în 1985). Ipoteza teoriei pornește de la ideea că stimulul populației pentru economisire își are originea în necesitatea de a-și asigura resurse în scopul satisfacerii nevoilor de consum după momentul pensionării. Astfel, economisirea populației nu este determinată numai de nivelul venitului, ci și de averea deținută, anticipațiile privind veniturile viitoare și de vârstă.

La nivel macroeconomic, teoria conduce la următoarele principale concluzii: (i) economisirea depinde de rata de creștere a venitului, nu de nivelul venitului curent; (ii) economisirea este influențată de ritmul de creștere a populației, dar și de structura acesteia pe vârste; (iii) economisirea depinde de averea populației și, prin urmare, și de rata dobânzii care remunerează această avere.

La rândul său, Friedman (1957) formulează teoria venitului permanent prin care argumentează că populația își stabilește comportamentul de consum nu în funcție de venitul curent, ci de venitul permanent. Acest venit permanent este calculat prin adăugarea la venitul curent a mediei ponderate a veniturilor ce se așteaptă a fi realizate în perioadele următoare, iar ponderile scad pe măsură ce ne îndepărtăm în timp (teoria așteptărilor anticipative).

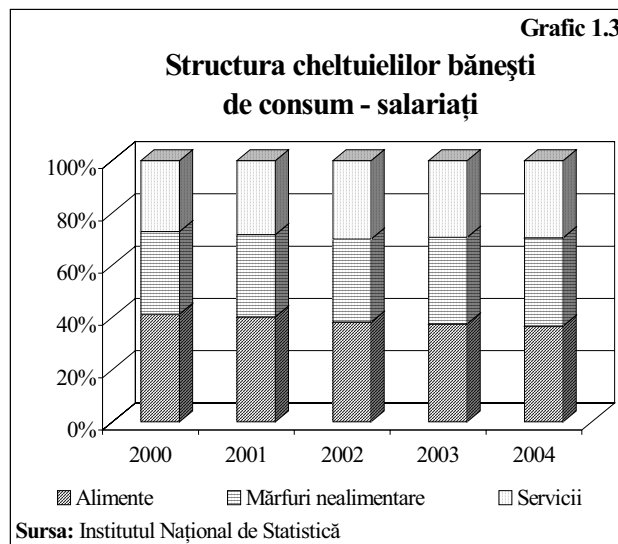
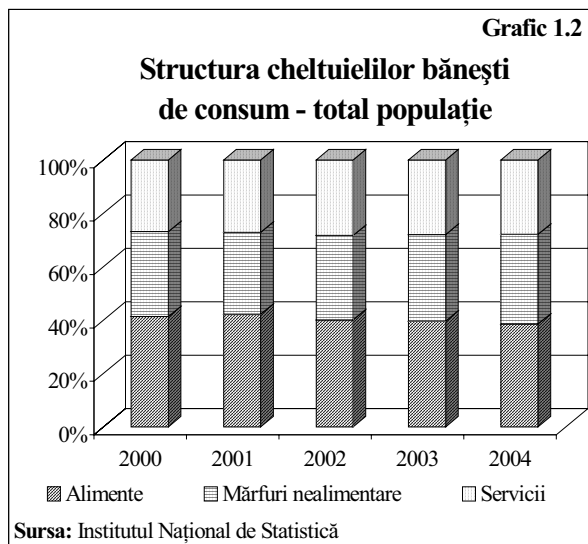
Teoriile formulate de Modigliani și Friedman conduc la ideea că populația, în prima și ultima parte a vieții, consumă mai mult decât economisește, astfel încât să-și poată menține nivelul de trai la o valoare relativ constantă. Acest comportament teoretic are însă în viața reală unele constrângeri de lichiditate (mai multe detalii în cadrul prezentului capitol și în capitolul 3).



Dar potențialele riscuri asupra stabilității financiare generate de expansiunea consumului prin intermediul creșterii gradului de îndatorare sau al dezechilibrării nu se opresc aici. O altă arie de preocupare asupra căreia ne vom apleca în contextul analizării stabilității financiare este determinată de posibilele modificări ce se vor produce la nivelul **structurii** consumului. Astfel, creșterea resurselor alocate consumului poate conduce la diminuarea ponderii bunurilor considerate în teorie „normale” (bunuri care au elasticitatea în funcție de venit pozitivă, dar subunitară – de exemplu bunurile alimentare) în favoarea bunurilor „superioare” (bunuri caracterizate printr-o înclinație marginală spre consum mai mare decât înclinația medie spre consum). Riscul provine din faptul că aceste tendințe în modificarea structurii consumului arată că vor crește cheltuielile populației pentru achiziționarea de bunuri care se pretează cel mai mult la finanțare prin apelarea la împrumuturi, ceea ce poate determina creșterea gradului de îndatorare a populației. Totodată, dacă economia românească nu va oferi aceste bunuri (și servicii) la cerințele calitative și cantitative solicitate de populație, satisfacerea consumului se va realiza prin importuri, ceea ce va avea repercusiuni asupra deficitului de cont curent. Mai mult, finanțarea prin credit în valută a bunurilor respective ridică și problema gestionării riscului valutar de către populație.

Modificarea în structura cheltuielilor bănești ale populației, în sensul scăderii ponderii cheltuielilor cu alimentele în favoarea celor pentru servicii și mărfuri nealimentare, nu reprezintă doar o dezbatere teoretică, ci chiar o realitate. Graficele 1.2 și 1.3 relevă că în intervalul 2000-2004, ponderea cheltuielilor bănești de consum pentru alimente a scăzut continuu cu 2,8 puncte procentuale, în favoarea cheltuielilor pentru mărfurile nealimentare (în creștere de la 31,8 la sută la 33,6 la sută în intervalul 2000-2004) și servicii (26,9 la sută în 2000 față de 27,9 la sută în 2004). Analiza separată a bugetului de consum al salariaților a arătat că scăderea ponderii cheltuielilor cu alimentele a fost ușor mai accentuată (respectiv 4,6 puncte procentuale) în

favoarea cheltuielilor pentru servicii (în creștere cu 2,3 puncte procentuale până la nivelul de 29,5 la sută în total consum în 2004) și mărfuri nealimentare.



Anticipăm că aceste modificări în structura cheltuielilor bănești ale populației vor continua într-un ritm mai alert, din cel puțin următoarele considerente:

- pe de o parte, procesul de integrare europeană potențează efectul Balassa-Samuelson, ceea ce va conduce la creșterea tarifelor la servicii, iar pe de altă parte, cantitatea de servicii consumată de populație va spori (ca urmare a creșterii nivelului de trai). Un caz distinct îl reprezintă cheltuielile făcute de populație pentru utilități. Tarifele acestora vor trebui să se alinieze până la începutul anului 2007 la valorile similare din UE, ceea ce presupune o dinamică mult mai severă a acestora;
- în aceste condiții și pentru a obține un trend al inflației în continuă scădere, rezultă că cel mai probabil prețurile bunurilor alimentare vor crește mult mai încet sau chiar vor scădea. Astfel, ponderea cheltuielilor cu bunurile alimentare în consumul populației se va diminua și mai mult;
- cheltuielile pentru bunurile nealimentare considerăm că la rândul lor vor crește ca urmare a dirijării unei părți a consumului populației în direcția ameliorării și creșterii nivelului de trai prin sporirea gradului de înzestrare cu bunuri de folosință îndelungată (detalii în capitolul 2).

În ceea ce privește procesul de **economisire a populației**, evoluția nefavorabilă a acestuia poate impiedica asupra stabilității financiare atunci când funcționalitățile specifice economisirii nu mai pot fi realizate sau se îndeplinesc cu dificultate. Aceste funcționalități acționează pe două paliere: la nivel macroeconomic, economisirea realizată de populație reprezintă o sursă importantă pentru finanțarea investițiilor companiilor și a deficitului bugetar; la nivel microeconomic, erodarea economiilor poate afecta negativ nivelul de trai al populației, în special al celei pensionate, cu consecințele aferente.

Având în vedere și volumul semnificativ al intrărilor de capitaluri străine din ultimii ani și care sunt sterilizate de către Banca Națională a României, putem concluziona că în prezent nu există riscul la nivel macroeconomic ca firmele cu proiecte viabile de finanțare să nu poată obține capitaluri pentru investiții, ca urmare a unei evoluții adverse a economisirii populației.

Rămâne riscul asupra stabilității financiare la nivel microeconomic, care este cu atât mai puternic cu cât actualul sistem de pensii, în condițiile în care numărul contribuabililor a fost depășit semnificativ de numărul beneficiarilor, se va afla curând în dificultate. În acest sens, sunt binevenite măsuri care să urgenteze funcționalizarea pilonilor II și III de pensii private (Caseta 2).

Trebuie avut în vedere și faptul că economiile plasate în fondurile de pensii publice reprezintă substitute slabe pentru averea deținută, datorită gradului scăzut de lichiditate. Economiiile acumulate în cadrul fondurilor de pensii publice nu pot fi utilizate înainte de vârsta de pensionare, nu pot fi folosite drept colateral pentru obținerea de credite bancare și nu pot avea funcție de economisire de siguranță. De aceea, economiile optime ale populației ar trebui să fie mai mari în condițiile în care fondurile de pensii publice dețin o pondere importantă în sistemul de pensii.

Sistemul actual de pensii a reprezentat o sursă sigură de venituri la momentul pensionării, generând o nevoie mai puțin acută atât pentru: (i) o acumulare suplimentară de fonduri în timpul vieții active, cât și pentru (ii) identificarea de soluții de gestionare a riscului de piață aferent sumelor economisite prin intermediul fondului public de pensii. Procesul de reconfigurare a sistemului actual de pensii va aduce însă în prim-plan aceste două preocupări, ceea ce va impune din partea autorităților inițierea de măsuri în vederea creșterii gradului de educație economică a populației implicate.

Caseta 2. Restructurarea sistemului actual de pensii din România

În prezent, sistemul de pensii din România se bazează exclusiv pe pilonul I, denumire consacrată în literatura de specialitate pentru sistemul public de pensii. Prin caracteristicile și tendințele pe care le prezintă, sistemul public de pensii se dovedește a fi un mecanism atipic și inefficient pentru îndeplinirea rolului său de a furniza beneficii sociale populației care își încetează activitatea. Astfel, sistemul public de pensii integrează și alte tipuri de prestații sociale pe termen scurt, cum ar fi: maternitatea, concediile medicale, concediile de creștere și îngrijire a copilului, decesul etc. Această caracteristică, precum și creșterea importantă a numărului de pensionari în perioada ultimei decade, însoțită de arieratele la plata contribuțiilor sociale, au determinat subfinanțarea severă a sistemului, astfel încât, pe termen mediu, bugetul asigurărilor sociale nu va putea face față numeroaselor constrângeri la care este supus.

Soluția alternativă pentru eficientizarea sistemului de pensii, precum și pentru evitarea unor crize majore este reprezentată de sistemele private de pensii. În decursul anului 2004 au fost promulgate *Legea nr. 294 privind pensiile ocupaționale* (intrată în vigoare la 01.01.2005) și *Legea nr. 411 privind fondurile de pensii administrate privat* (va intra în vigoare la 01.01.2006), care instituie pilonii III, respectiv II, în cadrul sistemului de pensii din România.

Pilonul II, reprezentat de fondurile de pensii administrate privat, este un sistem obligatoriu pentru persoanele cu vârste de până la 35 de ani și opțional pentru persoane cu vârste de până la 45 de ani și cuprinde o cotă din contribuțiile colectate în prezent de sistemul public de pensii. Modalitatea de constituire a contribuțiilor va majora însă, pe termen scurt și mediu, deficitul bugetului asigurărilor sociale, cu implicații asupra deficitului consolidat al bugetului public.

Pilonul III al sistemului de pensii este reprezentat de schemele facultative de pensii ocupaționale. Cuantumul contribuțiilor salariaților și ale angajatorilor la schemele facultative de pensii nu este predeterminat, legea stabilind numai faptul că ambii parteneri beneficiază de deductibilitate fiscală pentru contribuții individuale în sumă de 200 EUR anual. În acest caz nu sunt prevăzute limite privind vârstele participanților, dar legea prevede o perioadă minimă de plată a contribuției, care nu poate fi mai mică de 5 ani.

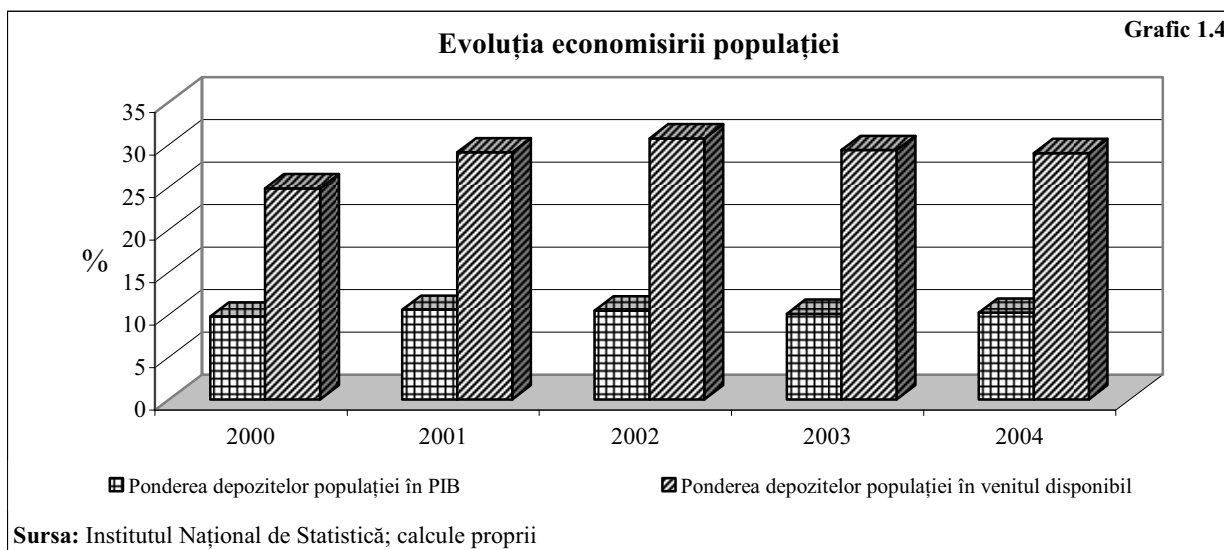
Deși instituționalizarea sistemului pensiilor private are loc în România cu mare întârziere comparativ cu alte țări central și est-europene, trebuie apreciate beneficiile pe care acest fapt le produce.

O primă consecință de ordin calitativ este abandonarea abordării „beneficii definite”, prin care sunt promise sume definite ce vor fi plătite în perioada de pensionare, în favoarea abordării „contribuții definite”, care stabilește nivelul contribuției fără a garanta pe cel al beneficiilor.

Sistemul pensiilor private va genera modificări pozitive de ordin comportamental și educațional la nivelul populației, stimulând o atitudine proactivă și mai responsabilă în ceea ce privește bunăstarea vârstei a treia. Conștientizarea socială a faptului că sistemul public nu poate oferi soluții financiare exhaustive persoanelor care și-au încetat activitatea va impulsiona recurgerea la alternativa pensiilor private, fapt ce accelerează dezvoltarea unei culturi a economisirii în decursul vieții active.

Sistemul pensiilor private va genera fluxuri de capital importante care pot fi alocate unor proiecte apte să producă creștere economică. Dezvoltarea durabilă a sistemului de pensii private va elimina presiunile asupra bugetului public, cu efecte benefice asupra întregului mediu investițional.

Ca o imagine de ansamblu asupra economisirii, graficul 1.4 arată că ponderea depozitelor populației s-a stabilizat în jurul valorii de 10 la sută din PIB, respectiv 29 la sută din venitul disponibil. Comparând această ultimă valoare cu media din UE (9,25 la sută), putem concluziona că fie veniturile disponibile ale populației din țara noastră sunt semnificativ subevaluate, fie că urmează să se înregistreze o dinamică mult mai accentuată a veniturii disponibile în comparație cu rata de creștere a economisirii.



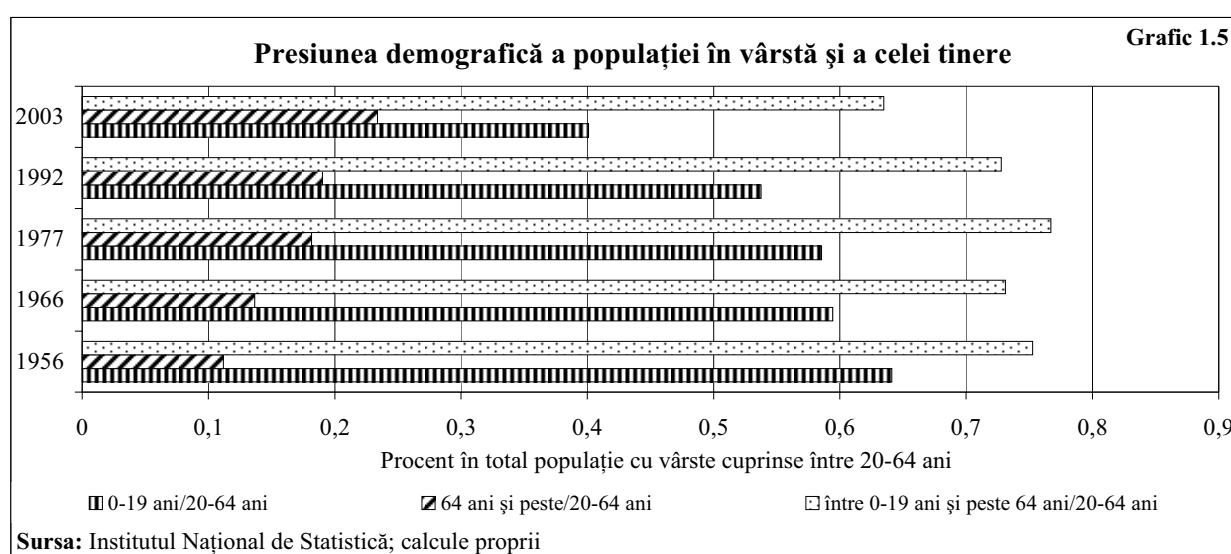
Din punctul de vedere al stabilității financiare, a doua ipoteză credem că ridică mai multe preocupări, pentru că o serie de factori acționează în prezent în direcția necesității de expansiune a economisirii. Astfel, *evoluția demografică* din România reclamă sporirea economisirii pentru că o creștere a ponderii populației în vârstă este însoțită de scăderea economisirii întrucât populația pensionată nu mai economisește deloc sau economisește într-un ritm mai redus. În mod analog, o creștere a ponderii populației tinere, dar care nu a ajuns la vârsta angajării, diminuează rata de economisire pentru că părinții alocă o bună parte din veniturile lor întreținerii copiilor. Din graficul 1.5 se remarcă o presiune continuă a populației în vârstă asupra populației active și o presiune în scădere a populației sub 20 de ani.

Creșterea speranței medii de viață a populației din România ar putea fi un alt factor ce acționează în direcția necesității de sporire a ratei de economisire pe perioada vieții active, în scopul păstrării relativ constante a nivelului de consum pe o perioadă mai lungă de timp.

Rata dobânzii are un dublu efect asupra economisirii. Pe de o parte, reducerea ratelor dobânzii încurajează consumul prezent în defavoarea economisirii și a consumului viitor. Pe de altă parte, un mediu caracterizat prin rate de dobândă mai mici determină individul să economisească mai mult pentru a acumula suma totală de care are nevoie. Implicațiile efectelor de substituție și de venit asupra populației din România vor fi detaliate în capitolul următor.

Un alt rol îl joacă *spread*-ul dintre dobânda activă și cea pasivă. Cu cât acest *spread* este mai mare, cu atât devine mai ineficient a fi în ipostaza dublă de debitor și creditor, pentru că rata economisirii ar trebui să fie mai mare pentru menținerea calității populației de creditor net.

Averea deținută de populație este un alt factor ce influențează economisirea. Valoarea de piață a averii se poate modifica fie ca urmare a schimbării comportamentului de economisire, fie ca urmare a modificării prețurilor activelor ce compun averea. Acest ultim efect se înregistrează doar pentru componenta activelor nefinanciare ale populației (în special imobile), pentru că ponderea deținerii populației de instrumente financiare care să aducă un plus de venit ca urmare a evoluției descrescătoare a ratelor de dobândă este mică.



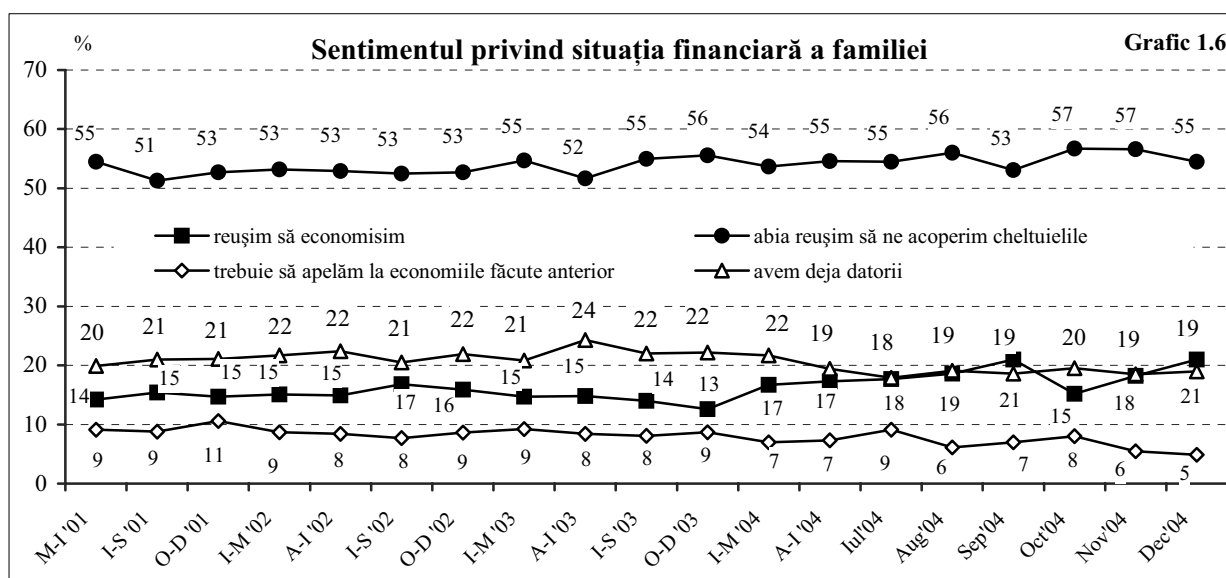
În opinia noastră, pentru situația actuală din România, factorul care poate stimula semnificativ procesul de economisire se referă la *constrângerile de lichiditate*. Acestea sunt determinate de necesitatea de a dispune de un avans în scopul contractării unui credit pentru finanțarea consumului. Totodată, constrângerile din procesul de creditare, la care se adaugă dificultatea mai mare de a obține un împrumut atunci când conjunctura economică este nefavorabilă, reprezintă alte stimulente în vederea economisirii. Trebuie remarcat însă că acest tip de economisire este temporar, având ca scop un consum mai mare. Pe de altă parte însă, îmbunătățirea accesului populației la resursele instituțiilor financiare nebancare, în condițiile în care acestea nu sunt ținute de aceleași norme de prudență precum cele ale sectorului bancar, poate determina o creștere a expunerii populației pe aceste instituții, concomitent cu diminuarea nevoii de economisire aferente constrângerilor de lichiditate.

Posibila creștere a costurilor privind asistența medicală sau educația și mijloacele de acoperire a acestora ar putea reprezenta alte motive de preocupare pentru populație. FMI, în raportul său asupra stabilității financiare din aprilie 2005, a atras atenția asupra posibilității ca, în contextul presiunilor de reducere a deficitelor bugetare, subvenționarea de către guverne a cheltuielilor pentru îngrijirea medicală și educație să se reducă.

În acest context global și având în vedere situația finanțării și a evoluției necesarului de servicii de asistență medicală și educație din România, anticipăm că pentru populația din țara noastră efortul financiar va fi și mai consistent.

De aceea, monitorizarea impactului creșterii cheltuielilor cu asistența medicală și educația reprezintă o preocupare și din punctul de vedere al stabilității financiare, în contextul în care respectivele cheltuieli vor căpăta o pondere tot mai mare în bugetul populației, iar aceasta va trebui să-și modifice comportamentul de consum și economisire pentru a face față noilor condiții de alocare a bugetului propriu. Având în vedere și rezultatele graficului 1.5, concluzionăm că un impact mai mare pe termen scurt și mediu îl vor avea modificările în cheltuielile cu asistența medicală decât cele cu educația.

Ca urmare, factorii care acționează în prezent în economia și societatea românească promovează necesitatea creșterii economisirii populației pentru ca aceasta să poată face față viitoarelor nevoi superioare de resurse bănești. Comparând aceste necesități de creștere a economisirii cu sentimentul populației privind capacitatea de a economisi (Grafic 1.6), observăm că ponderea celor care declară că reușesc să economisească este în ușoară creștere, dar se situează la un nivel modic (21 la sută din total, decembrie 2004). Cei mai numeroși sunt cei care și-au modelat cheltuielile curente astfel încât să fie acoperite de venituri (aproximativ 55 la sută, decembrie 2004), în timp ce persoanele care au declarat că sunt debitori neți reprezentau 19 la sută la sfârșitul anului 2004. Totuși, având în vedere faptul că a doua categorie menționată reprezintă mai mult de jumătate din populația din eșantion, rezultă că procesul de creștere a veniturilor disponibile are capacitatea de a potența creșterea economisirii populației.



Sursa: GfK România, 2005

1.2. Bilanțul și veniturile disponibile ale populației

La nivel microeconomic, populația joacă un dublu rol:

- În calitate de creditor, deciziile acesteia de realocare a portofoliului de active financiare între depozite la instituții de credit, titluri ale pieței de capital sau forme de investiții oferite de societățile de asigurări, fondurile de pensii, fondurile mutuale etc. creează o competiție între respectivele entități pentru atragerea resurselor populației. Probleme asupra stabilității financiare pot apărea când: (i) în procesul concurențial entitățile acceptă să-și asume riscuri pe care nu le pot gestiona în mod eficient și (ii) modificarea rapidă a portofoliului de active financiare generează presiuni de lichiditate în piață și fluctuații în prețuri.
- În calitate de debitor, aceasta se îndatorează, de regulă prin intermediul creditelor de consum și al celor ipotecare. Dacă gradul de îndatorare a populației și de expunere pe furnizorii de credit depășește un prag critic, dificultățile populației de rambursare se vor transmite în bilanțul creditorilor, putând impiața asupra stabilității financiare.

Sintetizând aceste posibile implicații, au rezultat necesitatea existenței unei imagini globale asupra conexiunilor pe care sectorul populației le dezvoltă cu ceilalți participanți din economie și cu sistemul financiar, precum și considerarea populației drept o entitate ce trebuie să se supună regulilor de management eficient ca orice altă companie.

Cei mai importanți indicatori agregați pentru caracterizarea sănătății financiare a populației sunt: (i) averea netă și (ii) venitul disponibil. Acești doi indicatori pot fi surprinși sintetic în balanța de venituri și cheltuieli și bilanțul populației (Tabel 1.3).

Tabel 1.3. Balanța de venituri și cheltuieli și bilanțul populației

Balanța de venituri și cheltuieli	Bilanț
1. Salarii și alte venituri din angajare	7. Total active (=8+11)
2. Venituri din deținerea de proprietăți	8. Active nefinanciare (=9+10)
3. Transferuri curente (ex.: de la guvern)	9. Proprietăți rezidențiale și comerciale
4. Alte venituri	10. Alte active
5. Deducerea contribuțiilor la asigurările sociale și alte transferuri curente	11. Active financiare (= de la 12 la 16)
6. Venit disponibil brut	12. Numerar și depozite
	13. Titluri de datorie
	14. Acțiuni și alte titluri de capital
	15. Derivative financiare
	16. Alte active
	17. Pasive (=20+21)
	18. Credite
	19. Alte pasive
	20. Datorie
	21. Derivative financiare
	22. Avere netă
	23. Total bilanțier (=17+22=7)

Sursa: FMI, *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators*, 2004

1.2.1. Bilanțul populației

În analiza bilanțului populației sunt importante nu doar dimensiunea fiecărui element bilanțier, ci și riscul acestuia sau posibilitatea de diminuare a riscului prin efectul de diversificare. Astfel, dacă portofoliul de active este compus din elemente cu coeficient de corelație negativ, riscul general este mai redus.

Averea netă

Averea populației se constituie din active financiare și nefinanciare. Acestea, la rândul lor, se pot clasifica în: (i) active sensibile la evoluția pieței (*market-sensitive*), cum ar fi acțiunile, obligațiunile, fondurile mutuale sau proprietățile imobiliare și (ii) active mai puțin sensibile la variația pieței (*nonmarket-sensitive*), cum ar fi depozitele bancare.

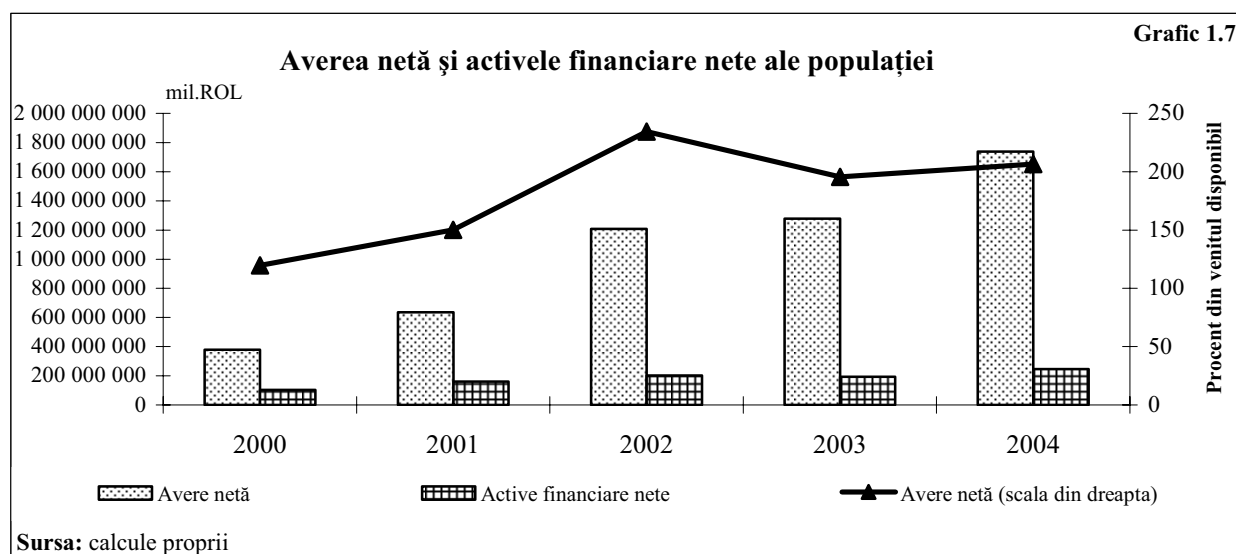
Graficul 1.7 arată că valoarea averii nete a populației a crescut semnificativ în ultimii ani.

Totuși, acest rezultat trebuie utilizat cu circumspecție, din cel puțin două motive:

- (i) Lipsa datelor statistice aferente pieței de capital și pieței imobiliare au impus apelarea la numeroase ipoteze de lucru². Aceste ipoteze au fost astfel alese încât să convină abordării prudente de stabilitate financiară, respectiv am preferat să subevaluăm activele și să supraevaluăm pasivele.
- (ii) Evoluția favorabilă a averii nete se datorează în special creșterii valorii activelor nefinanciare; însă piața imobiliară din România are o lichiditate foarte redusă, ceea ce generează unele distorsiuni în aprecierea valorii averii nete efective.

² De exemplu, am considerat că populația deține 10 la sută din capitalizarea bursieră a BVB și RASDAQ, având în vedere că deținerile populației în activele nete ale OPCVM erau de 15 la sută în decembrie 2004 și că persoanele juridice sunt mult mai implicate în operațiuni pe piețele bursiere decât în fonduri mutuale.

În ceea ce privește valoarea activelor nefinanciare, aceasta a fost estimată pornind de la faptul că prețul imobilelor reprezintă valoarea anualizată în perpetuitate a chiriilor. Am considerat prețul mediu al chiriei pentru o cameră având suprafața locuibilă de 14,7 m² ca fiind 50 de euro (pornind de la estimările din rapoartele asociațiilor imobiliare din România), am preluat ritmul de creștere a chiriilor din indicele prețurilor de consum și am extins calculele pentru toată suprafața locuibilă din România (conform datelor din Anuarele statistice ale României publicate de Institutul Național de Statistică).



Activele nete financiare

Portofoliul de active financiare este slab diversificat, deținerile populației de numerar și depozite bancare reprezentând, la sfârșitul lunii martie 2005, 86 la sută din totalul activelor financiare. Având în vedere că portofoliul fondurilor mutuale este în prezent cu o orientare în general riscofobă, rezultă că deținerile directe și indirecte ale populației de instrumente ale pieței monetare sunt și mai mari. Această structură conservatoare a activelor financiare protejează populația de variațiile negative ce se pot manifesta în piața de capital.

Pe de altă parte, această structură poate fi problematică în contextul scăderii ratei dobânzii, pentru că valoarea de piață a activelor poate să crească mai încet decât valoarea de piață a pasivelor. Folosind durata drept instrument de analiză (Casetă 3), constatăm că activele populației aveau la sfârșitul lunii martie 2005 o durată de 0,458 ani, față de 0,736 ani pentru pasive³. În acest context, sensibilitatea (durata ajustată) activelor era mai redusă decât cea a pasivelor, ceea ce poate induce riscuri sistemice dacă gradul de îndatorare crește⁴.

În tabelul 1.4 prezentăm cum evoluează sensibilitatea activelor și pasivelor populației, simulând o reducere de până la 5,4 puncte procentuale pentru active și respectiv 6,6 puncte procentuale pentru pasive.

³ Am considerat că valoarea pasivelor și activelor având maturitatea sub o lună nu este influențată semnificativ de variația ratei dobânzii. Totodată, creditele și depozitele peste 1 an le-am considerat având maturitatea efectivă sub 1 an, pentru că, de regulă, contractele având rata dobânzii fixă prevăd o „resetare” periodică pentru a îngloba modificările din piața monetară.

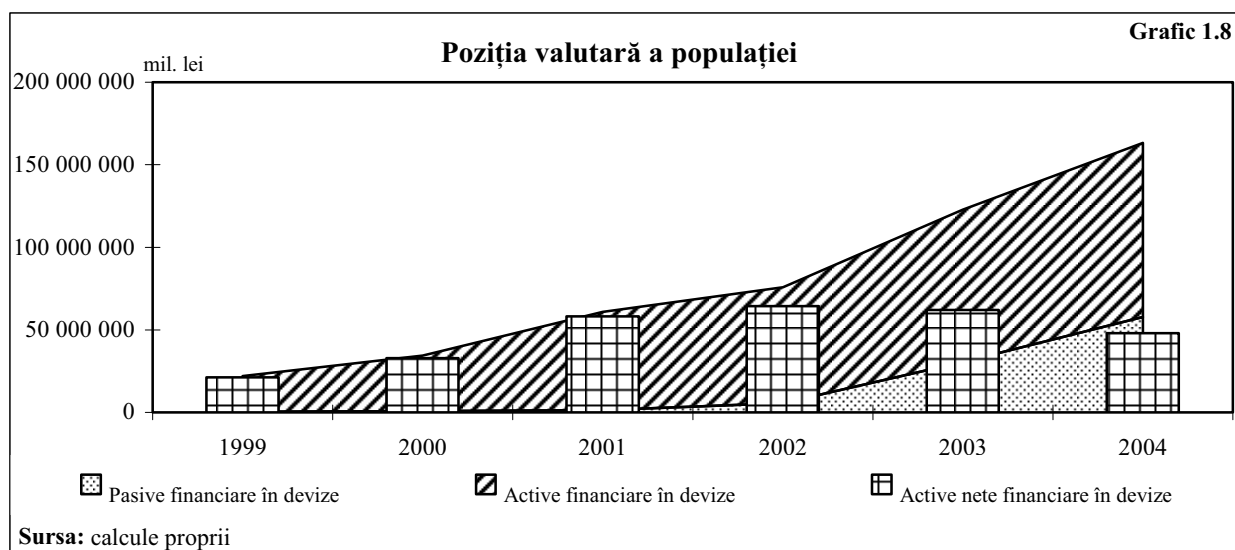
⁴ Sensibilitatea pasivelor față de active ar putea fi în realitate și mai mare, având în vedere că în calculul duratei am utilizat ratele de dobândă raportate de instituțiile de credit în conformitate cu *Normele BNR nr. 2/2003 privind determinarea și raportarea ratelor medii ale dobânzilor practicate în sistemul bancar*, în timp ce ratele de dobândă efective (DAE) sunt mai mari (ca urmare a costurilor cu comisioanele și cu alte taxe bancare etc.)

Tabel 1.4. Durata activelor și pasivelor

	Activ				Pasiv			
Rata dobânzii (%)	10,4	8,0	7,0	5,0	24,6	22,0	20,0	18,0
Durata (ani)	0,458	0,460	0,460	0,461	0,736	0,736	0,736	0,736
Durata ajustată (%)	0,415	0,426	0,430	0,439	0,590	0,603	0,614	0,624

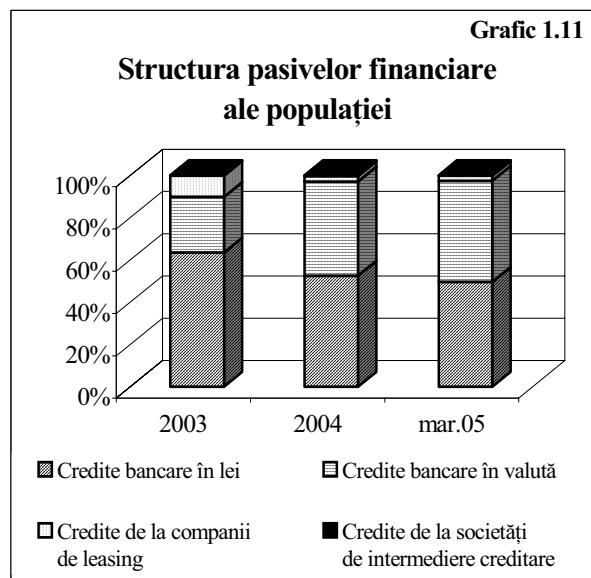
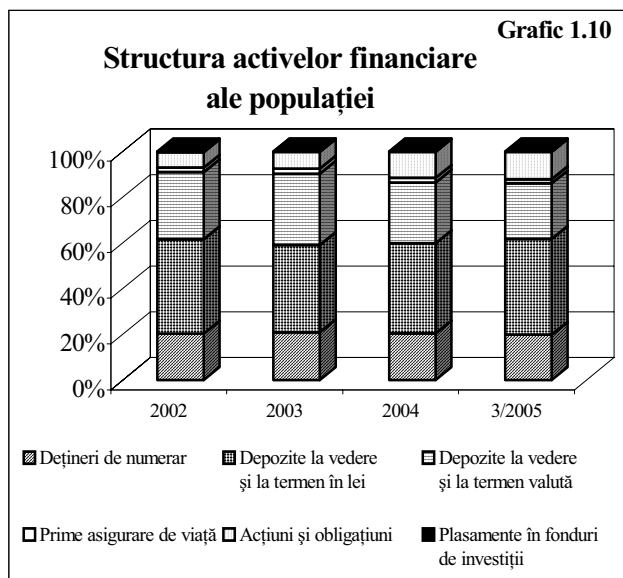
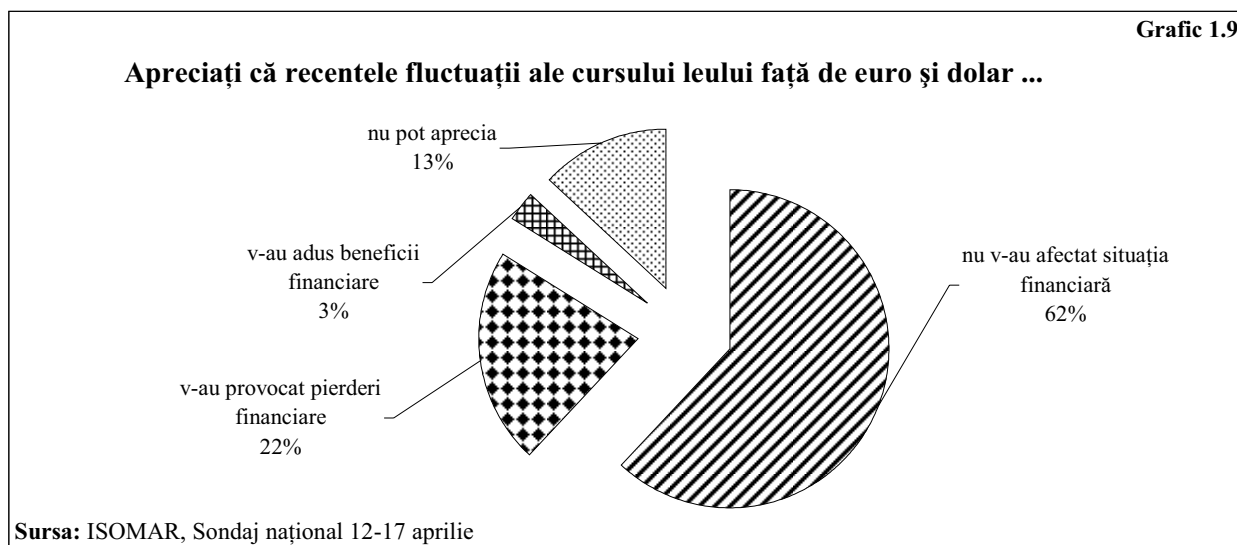
Sursa: calcule proprii

Un alt aspect important pentru stabilitatea financiară este riscul valutar la care se expune populația. Astfel, aceasta deține un volum superior de active denumite în devize față de pasive în valută, astfel încât poziția valutară este lungă, dar în scădere. Acest lucru face ca o apreciere a monedei naționale să determine un impact negativ asupra averii financiare a populației. Tendințele de întărire a monedei naționale care se manifestă în special din anul 2004 au determinat o modificare în structura deținerilor populației de active și pasive în devize în favoarea reducerii poziției lungi în valută, iar această tendință credem că se va păstra în continuare (grafic 1.8).



Evoluția menționată ar putea conduce la creșterea depozitelor în monedă națională și expansiunea creditului în devize.

În ceea ce privește structura activelor, în perioada decembrie 2002 – martie 2005 se pot identifica anumite modificări (Grafic 1.10) și anume: (i) creșterea semnificativă a deținerilor de acțiuni și obligațiuni, (ii) o ușoară expansiune a depozitelor bancare în monedă națională, (iii) în detrimentul celor în devize. Deținerile de numerar și plasamentele în prime de asigurări de viață au rămas la niveluri relativ constante (20 la sută și respectiv 1,9 la sută din total).



Sursa: Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, Comisia de Supraveghere a Asigurărilor, Bursa de Valori București, RASDAQ; calcule proprii

Analizând comparativ structura activelor financiare ale populației din România (cifre aferente anului 2004) față de cea din zona euro (cifre aferente anului 2003), constatăm diferențe semnificative:

- (i) Deținerile de numerar și depozite ale populației din România reprezentau 86,3 la sută din totalul activelor financiare, față de 33 la sută în zona euro.
- (ii) Titlurile financiare însumau aproape 30 la sută în zona euro, în timp ce populația din România deținea 11 la sută din totalul bilanțului.
- (iii) Diferența cea mai mare se observă la portofoliul primelor de asigurări: în zona euro acesta valora aproximativ 28 la sută din totalul activelor financiare ale populației, în timp ce în România înregistra un nivel modest de 2 la sută.
- (iv) Fondurile de investiții cuantificau 10 la sută în zona euro, în timp ce plasamentele de acest tip reflectate în bilanțul populației din România erau de 0,18 la sută.

Constatăm, așadar, că pe măsură ce piața financiară din România va deveni mai matură, iar încrederea în diferitele segmente ale acesteia va spori, se va crea un potențial semnificativ de restructurare a activelor deținute de populație. Așa cum s-a arătat, modificarea structurii a început deja, fiind potențată în special de tendința descendentă a ratelor dobânzii. Restructurarea portofoliului de active al populației este însoțită și de riscuri mai mari, reprezentând un alt argument ce pledează pentru nevoia inițierii de măsuri de către autorități în vederea creșterii gradului de educație financiară a populației.

Pasivele financiare ale populației au înregistrat în intervalul decembrie 2003 – martie 2004 o modificare în structură mult mai semnificativă decât cea aferentă activelor (Grafic 1.11). Astfel, creditele bancare exprimate în valută și-au dublat ponderea în total pasive (ajungând la 53,7 la sută). Ponderea creditelor bancare în lei se află pe un trend descendent, posibil și ca urmare a ratelor active de dobândă aflate la niveluri puternic real pozitive.

Ca urmare, structura bilanțieră a activelor și pasivelor financiare ale populației ridică unele preocupări la nivelul stabilității financiare prin implicațiile generate de riscul de rată a dobânzii (reflectat prin durată) și riscul valutar (reflectat prin poziția valutară). Modificările care au loc în prezent în sensul creșterii ponderii deținerilor de acțiuni și obligațiuni vor ridica și problema riscului aferent fluctuațiilor de pe piața de capital, sporind totodată volatilitatea portofoliului de active financiare. În ceea ce privește deținerile de active nefinanciare (imobile), evoluția ascendentă a prețului acestor bunuri a determinat o situație favorabilă la nivelul averii nete a populației.

Caseta 3. Durata și durata ajustată

Reprezintă indicatori care oferă informații asupra influenței pe care modificarea ratei dobânzii o are asupra valorii unui activ financiar (de regulă, activ cu venit fix). Durata (*duration*) măsoară maturitatea efectivă a activului financiar și se determină după formula următoare:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{tA_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}}$$

unde:

- D = durata (în ani)
- n = numărul de fluxuri adus de activ
- A_t = fluxul de la momentul t
- i = rata dobânzii de piață

Indicatorul are o importanță deosebită în gestionarea portofoliilor, deoarece prin alegerea activelor având o anumită durată, se poate crește valoarea portofoliului sau se poate imuniza la variațiile ratei dobânzii. De exemplu, în condițiile în care se anticipează o scădere a ratelor de dobândă, un investitor își poate modifica structura bilanțului său financiar astfel încât activele sale să aibă o durată mai mare decât a pasivelor.

Prin împărțirea duratei la rata dobânzii se obține durata ajustată – DA (*modified duration*) care măsoară cu cât se va modifica valoarea portofoliului dacă rata dobânzii se modifică cu 1 punct procentual.

$$DA = \frac{\Delta P}{P} = -\frac{D}{1+i} \Delta i$$

unde:

- P = valoarea portofoliului
- Δ = indicatorul de variație

Așadar, cu cât durata unui activ financiar este mai mare, cu atât sensibilitatea aceluși activ la modificarea ratei de dobândă va crește. Continuând exemplul anterior, rezultă că decizia investitorului de a crește durata activelor pentru a beneficia de reducerea dobânzilor poate fi generatoare de însemnate pierderi dacă piața nu validează anticipațiile investitorului.

1.2.2. Venitul disponibil

Principala sursă de venit a populației o constituie salariul. Alte surse de venit se referă la fonduri provenite din deținerea de proprietăți financiare sau nefinanciare (dobânzi, dividende sau rente) sau din transferuri de la bugetul de stat (pensii, alocații etc.).

Tabelul 1.5 arată că venitul net lunar al populației a cunoscut o creștere, inclusiv în termeni reali, determinată în special de fluxuri mai mari din salarii și venituri din prestații sociale.

Tabel 1.5. Venitul total și venitul disponibil

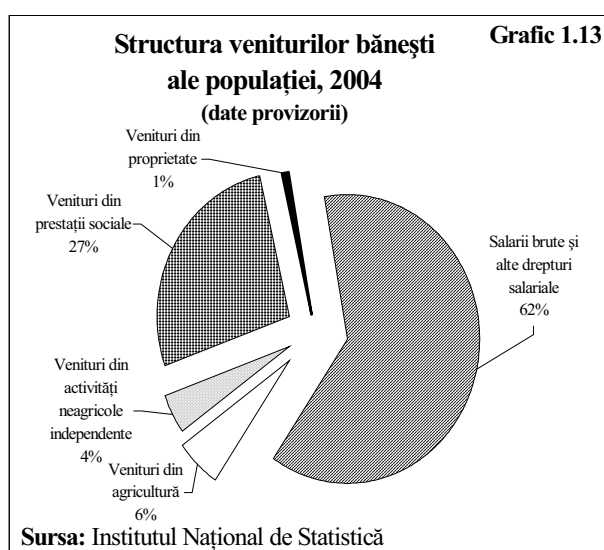
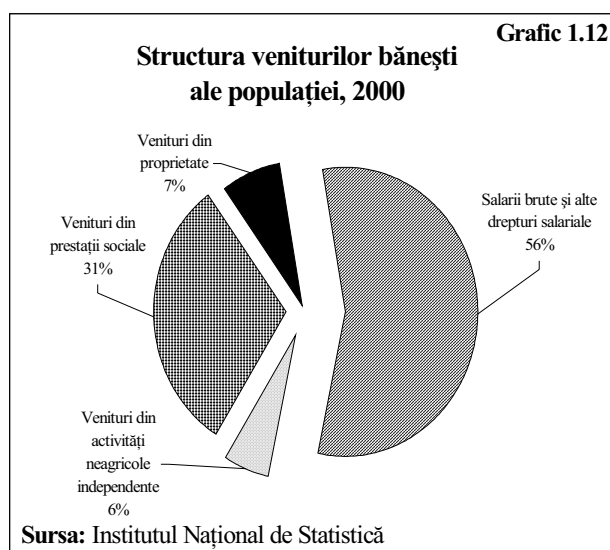
– mil. lei –

	2000	2001	2002	2003	2004*
Venituri totale	27 986 886	40 525 108	49 860 951	61 702 848	79 763 207
Venituri bănești, din care:	19 031 083	30 150 680	37 994 044	46 215 433	60 457 527
Salarii brute și alte drepturi salariale	10 159 240	18 195 774	23 135 481	27 642 876	35 560 408
Venituri din agricultură	0	0	2 044 299	2 591 520	3 264 236
Venituri din activități neagricole independente	1 007 528	1 296 803	1 246 524	1 604 274	2 510 600
Venituri din prestații sociale	5 653 351	7 902 396	9 772 746	11 846 947	15 376 170
Venituri din proprietate	1 287 397	1 621 004	149 583	185 109	469 350
Contravaloarea veniturilor în natură obținute de salariați și beneficiarii de prestații sociale	223 895	364 726	548 470	1 048 948	1 955 707
Contravaloarea consumului de produse agricole din resurse proprii	8 731 909	10 009 702	11 318 436	14 438 466	17 349 973
Cheltuieli cu impozite, contribuții, cotizații, taxe	1 686 334	5 215 021	6 907 922	7 216 681	9 644 095
Venit net	26 300 552	35 310 087	42 953 029	54 486 167	70 119 112

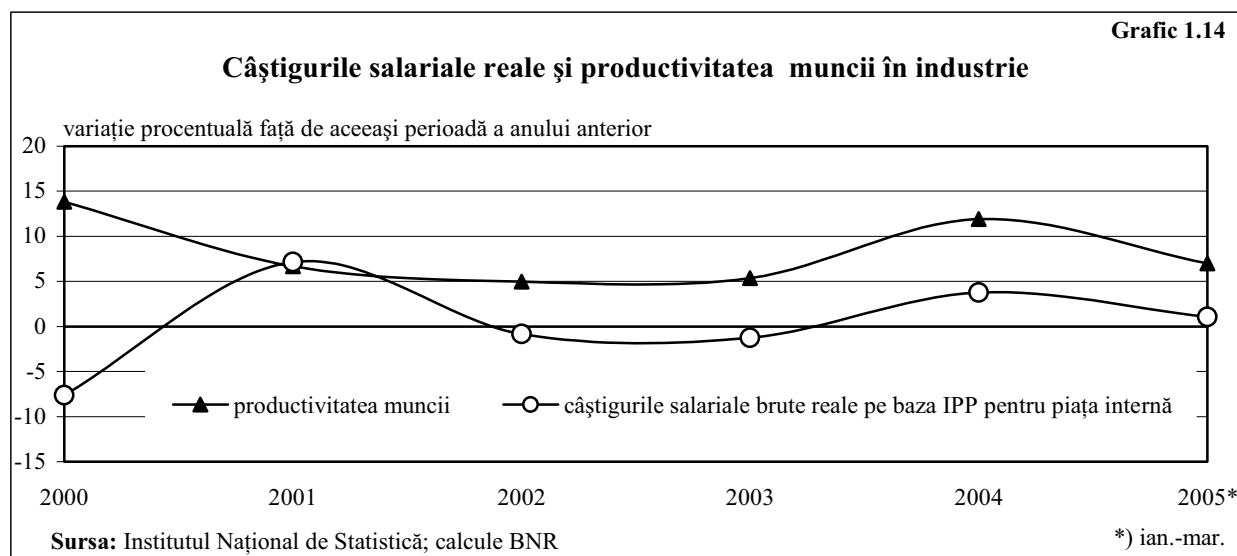
* cifre provizorii

Sursa: Anuarul statistic al României, 2004

Din graficele 1.12 și 1.13 se observă că salariile dețin ponderea cea mai însemnată în totalul veniturii net, în creștere de la 56 la sută la 62 la sută în intervalul 2000-2004.



Totodată, așa cum am arătat în secțiunea 1.1, există anticipații din partea populației de menținere sau chiar de accelerare a creșterii salariilor pentru perioada următoare. Aceste expectații ale cererii de pe piața muncii pot pune însă probleme pe latura ofertei, în acest fel transferându-se potențialii germeni ai riscului sistemic de la populație către companiile angajatoare. În prezent, dinamica ascendentă a salariilor este consistentă cu evoluția productivității muncii în industrie (Grafic 1.14), dar extinzând analiza la nivelul tuturor sectoarelor din economie, considerăm că se impune monitorizarea atentă a evoluției celor doi factori.



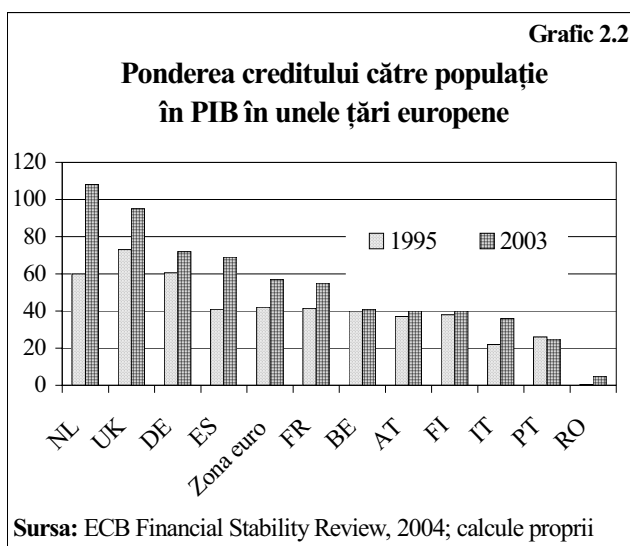
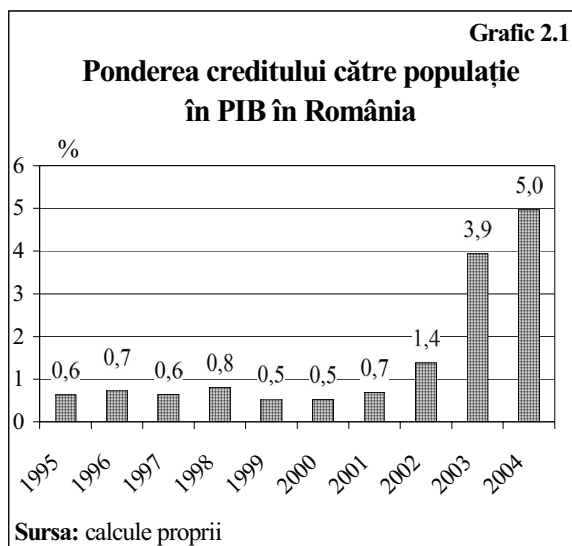
În concluzie, populația se confruntă cu o creștere a riscurilor atât pe partea de activ, cât și pe partea de pasiv bilanțier. Dacă riscurile părții de activ sunt generate de modificări în structura plasamentelor, în sensul creșterii ponderii activelor financiare cu volatilitate și randamente mai ridicate, riscurile care caracterizează pasivul sunt determinate de expansiunea gradului de îndatorare a populației. Acest fenomen prezintă o importanță deosebită din punctul de vedere al stabilității financiare și va fi analizat detaliat în capitolul următor.

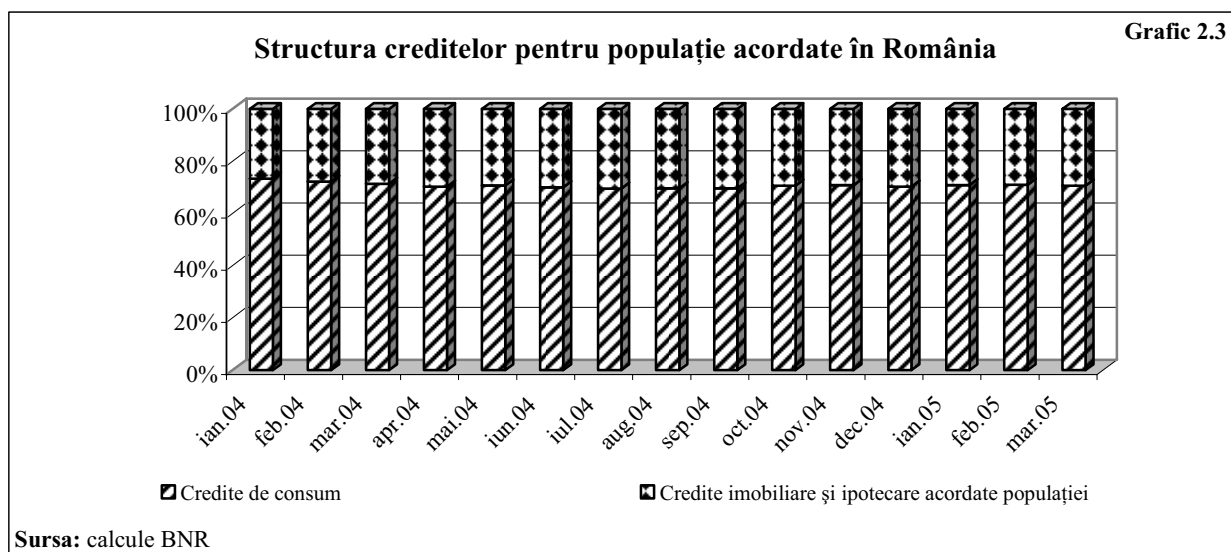
2. GRADUL DE ÎNDATORARE A POPULAȚIEI – TENDINȚE, RISCURI ȘI PROVOCĂRI

2.1. Evoluții și tendințe privind gradul de îndatorare a populației

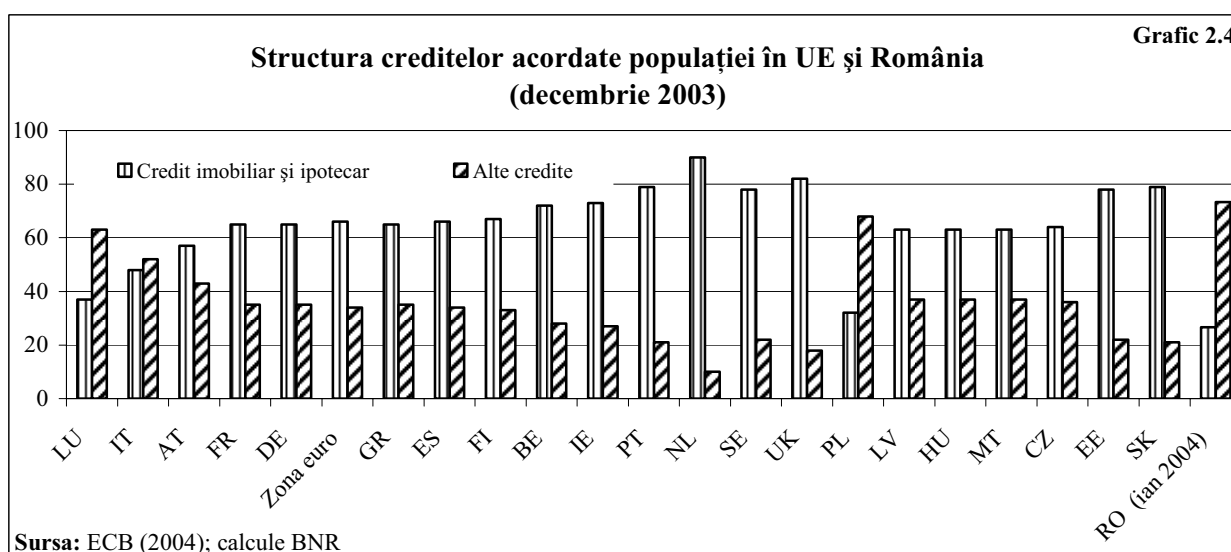
Așa cum am precizat, în prezent, din punctul de vedere al stabilității financiare, considerăm că trebuie direcționată atenția către riscurile care pot emerge din direcția pasivelor financiare ale populației, decât din sfera activelor. Acest lucru se datorează faptului că tendința actuală de creștere a gradului de îndatorare a populației sporește vulnerabilitatea acesteia la șocurile din economie, prin afectarea posibilităților de onorare a serviciului datoriei, ceea ce poate astfel genera efecte negative în special asupra bilanțului creditorilor și asupra cererii agregate din economie.

În fapt, ceea ce preocupă nu este nivelul gradului de îndatorare, ci ritmul semnificativ de creștere al acestuia. Așa cum se observă din graficele 2.1 și 2.2, ponderea creditului către populație reprezenta la sfârșitul anului 2004 aproape 5 la sută în PIB, semnificativ sub valorile similare din UE. Pe de altă parte însă, expansiunea creditării populației a fost explozivă în comparație cu valorile europene, crescând de aproape 8 ori (ca pondere în PIB) în intervalul 1995-2004.





Această expansiune analizată în structură relevă că populația s-a îndatorat în special prin intermediul creditelor de consum. Graficul 2.3 arată că structura îndatorării se modifică relativ încet (în martie 2005 creditele de consum reprezentau 70,7 la sută din totalul creditării populației, în scădere ușoară de la nivelul de 73,3 la sută înregistrat în ianuarie 2004). Având în vedere că în țările UE structura creditării populației este de regulă opusă situației înregistrate în prezent în România (Grafic 2.4), este posibil ca și în țara noastră să se manifeste o creștere a creditului pentru achiziționarea de imobile în defavoarea celui pentru consum. O asemenea evoluție, deși are elemente pozitive, poate determina unele preocupări din punctul de vedere al stabilității financiare în condițiile în care creșterea cererii de imobile conduce la o expansiune și mai mare a prețului acestor active.



Pe termen scurt însă, anticipăm că populația se va îndatora preponderent pentru satisfacerea nevoilor de bunuri de consum și de folosință îndelungată, iar pe măsură ce venitul disponibil va crește și oferta de bunuri imobiliare se va îmbunătăți, se va înregistra o culisare a îndatorării dinspre creditul de consum către cel imobiliar și ipotecar.

În fapt, nici ofertanții de credite nu credem că sunt încă foarte interesați de o schimbare majoră în structura îndatorării populației, deoarece creditele de consum sunt garantate într-o măsură mai mică sau sunt negarantate, iar acest profil de risc, teoretic mai ridicat, se regăsește într-o profitabilitate bancară mai mare obținută prin aplicarea unei rate mai ridicate a dobânzii active. Mai mult, elasticitatea creditelor de consum este mai slabă în condițiile unui trend descendent al ratelor dobânzii (exemplul cel mai relevant fiind cardurile de credit), ceea ce justifică înclinația băncilor de a credita masiv acest segment.

În ceea ce privește creditele imobiliare și ipotecare, considerate mai puțin riscante ca urmare a existenței unei garanții imobiliare, scenariul cel mai defavorabil din punctul de vedere al stabilității financiare este acela în care există o corelație pozitivă semnificativă între creșterea ratei dobânzii, scăderea prețului imobilelor și diminuarea capacității populației de onorare a serviciului datoriei.

2.2. Factorii care au potențat creșterea gradului de îndatorare a populației

Cauzele acestei expansiuni au fost atât pe partea cererii, cât și a ofertei. În opinia noastră, în ultimii ani în România dinamica gradului de îndatorare a fost stimulată pe ambele segmente, pentru că atât cererea, cât și oferta au acționat în aceeași direcție.

Principalele cauze ale expansiunii gradului de îndatorare a populației au fost:

2.2.1. Pe segmentul cererii de credit

2.2.1.1. Gradul scăzut de înzestrare a populației cu bunuri de consum, de folosință îndelungată și bunuri imobiliare

Statisticile internaționale plasează România printre ultimele locuri în privința gradului de înzestrare cu bunuri de folosință îndelungată (Tabel 2.1). Pe fondul îmbunătățirii climatului economic, acoperirea acestui tip de necesități, precum și înnoirea stocului de asemenea bunuri vor lua amploare. Ofertanții de credit pentru populație exploatează deja nișa creditării destinate achiziționării bunurilor electronice/electrocasnice și autoturismelor, conștientizând potențialul semnificativ de creștere a cererii din partea populației.

Tabel 2.1 - Gradul de înzestrare a populației

Țara	Televizoare/ 1 000 locuitori în 1999	Computere/ 1 000 locuitori în 2002	Autoturisme/ 1 000 locuitori în 2001
România	366*	69,19	118*
Bulgaria	372	51,92	264
Ungaria	503	108,35	244
Polonia	239	105,65	272
Cehia	366	177,44	344
Estonia	373	210,33	298
Letonia	394	171,75	249
Lituania	554	109,75	326
Cipru	275	269,89	399
Malta	660	255,05	497
Zona euro	n.a	317,16	n.a

* în anul 2003

Sursa: Institutul Național de Statistică, Eurostat, Joint Research Centre, Banca Mondială

2.2.1.2. Creșterea averii și a veniturilor disponibile ale populației

Așa cum am arătat în capitolul 1, averea netă a populației a crescut în ultimii ani, un rol important revenindu-i efectului indus de creșterea prețului activelor financiare, dar în special a celor nefinanciare. Aceste variații de preț influențează decizia de consum și de investire prin intermediul efectului de avere și a celui bilanțier:

- (i) Efectul de avere se manifestă printr-o diminuare a motivației de a economisi, pe fondul creșterii prețurilor activelor. Populația se simte mai sigură, având tendința de a consuma mai mult, și implicit apelează la creditare.

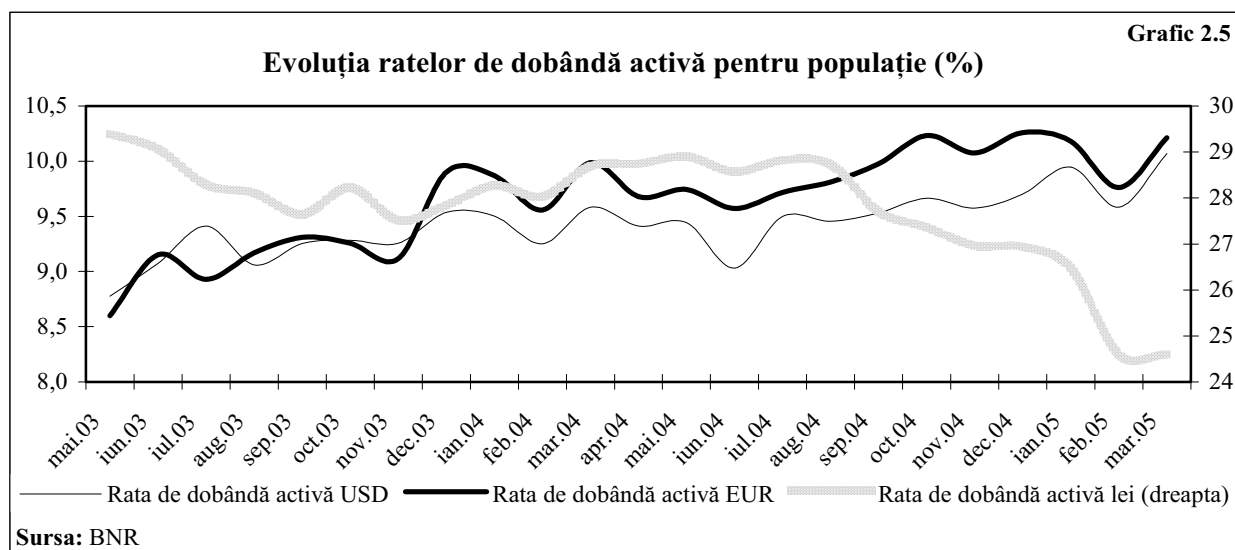
Pe viitor, acest efect ar putea deveni important pentru populația României având în vedere creșterea prețurilor activelor imobiliare (cu o pondere mare în averea acesteia) și a prețurilor acțiunilor. Totuși, în prezent, păstrăm unele rezerve legate de semnificativitatea în România a efectului de avere indus de creșterea prețurilor activelor imobiliare pentru că fungibilitatea acestui tip de avere este discutabilă. Proprietarii beneficiază de creșterile de preț, dar nu le pot transforma în lichiditate decât tranzacționând imobilul. Apare, astfel, nevoia identificării unei contrapartide dispuse să participe la tranzacție, dar în prezent piața imobiliară nu are capacitate mulțumitoare de a îndeplini această funcție. O ameliorare a acestei probleme s-ar putea realiza în momentul dezvoltării unei piețe secundare lichide, care ar oferi posibilitatea proprietarilor să-și direcționeze câștigurile de avere către creșterea consumului curent, apelând la ipoteci secundare sau la credite colateralizate cu respectiva proprietate.

- (ii) Efectul bilanțier se face resimțit în special în cazul debitorilor care se îndatorează într-o monedă străină. În momentul înregistrării unei aprecieri în termeni reali a monedei naționale apare o creștere a prețurilor activelor exprimate în moneda străină, iar serviciul datoriei raportat la active sau la venitul disponibil se diminuează, ceea ce îi conferă populației o capacitate mai mare de îndatorare. Acest efect se face resimțit în prezent în România, generat de tendința de apreciere reală a leului față de USD și EUR.

2.2.1.3. Îmbunătățirea condițiilor macroeconomice, în general, și reducerea ratelor de dobândă, în special

Rata dobânzii active reprezintă costul fondurilor împrumutate și constituie elementul primordial în determinarea gradului de îndatorare. Ratele de dobândă nominale specifice creditării populației s-au menținut la niveluri ridicate (Grafic 2.5) atât în lei (incluzând componenta inflaționistă), cât și în valută, prima de risc fiind considerată semnificativă.

Când rata inflației este înaltă, acest lucru determină o valoare ridicată a ratelor de dobândă nominale. Astfel, serviciul datoriei ca pondere în venit, raport care este mai mare la începutul procesului de creditare în cazul utilizării unui grafic de rambursare în rate egale, va avea valori cu atât mai semnificative cu cât rata inflației este mai mare. De aceea, capacitatea de îndatorare a populației, restricționată conform criteriului ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil, va crește pe măsură ce rata inflației se înscrie pe un trend descendent. Pe de altă parte, după un anumit prag critic scăderea inflației va eroda tot mai lent valoarea nominală a datoriei, ceea ce va determina menținerea ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil la un nivel relativ constant în comparație cu nivelul descrescător al acestui indicator, înregistrat în cazul unui mediu inflaționist mai pronunțat.



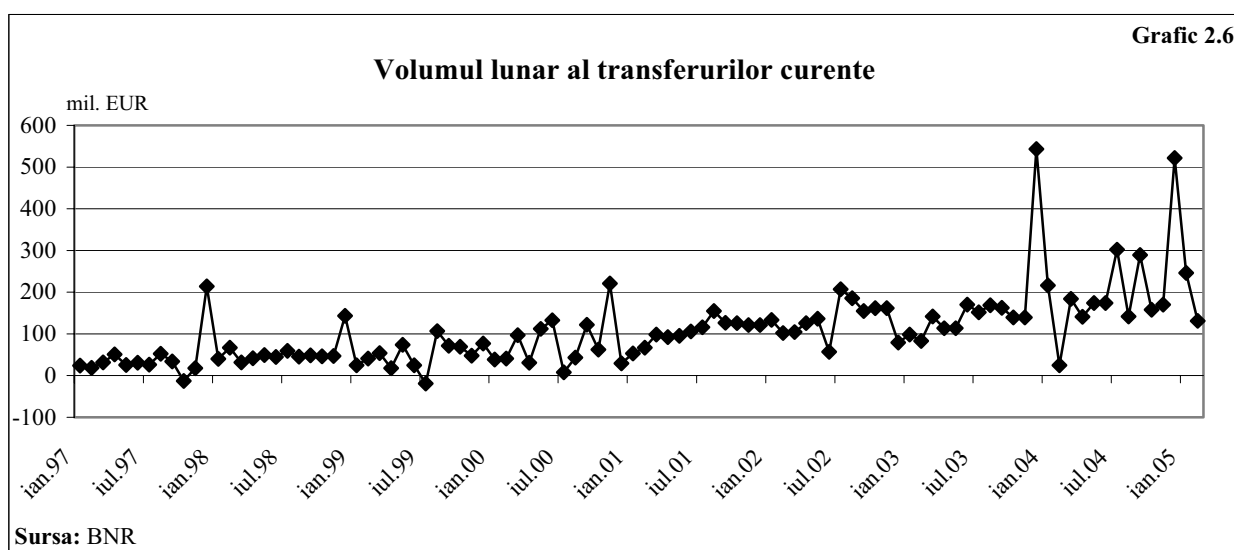
În ceea ce privește efectul modificării ratei dobânzii reale asupra îndatorării populației, acesta depinde de dimensiunea relativă a efectului de venit față de efectul de substituție. Scăderea ratei reale a dobânzii diminuează veniturile pe care le produc activele deținute de populație, dar pe de altă parte reduce costul îndatorării și crește valoarea actualizată a veniturilor viitoare. Dacă avem în vedere structura demografică și starea socială a României, estimăm că scăderea dobânzilor reale afectează pozitiv populația, pentru că numărul persoanelor în vârstă care trăiesc în special din acumulările independente de cele din pensii, al celor care dispun de o avere netă semnificativă și al celor care sunt în pragul pensionării este mai mic decât numărul persoanelor tinere, al celor care au contractat un credit și al celor care urmează să se îndatoreze.

La rândul lor, creșterea economică și scăderea inflației s-au repercutat asupra încrederii populației în îmbunătățirea condițiilor de viață. Mai mult, aceste evoluții s-au înregistrat în contextul unor condiții favorabile și pe piața muncii, reprezentând un alt factor important care opinăm că a încurajat creșterea cererii de consum prin intermediul îndatorării, ca urmare a scăderii temerilor populației legate de pierderea locului de muncă.

2.2.1.4. Rolul transferurilor de fonduri ale rezidenților care lucrează în străinătate

Volumul acestor transferuri curente a crescut continuu în ultimii ani (Grafic 2.6) ajungând la sfârșitul anului 2004 la un sold de aproape 2,5 miliarde EUR. Veniturile repatriate de rezidenții care lucrează în străinătate reprezintă o sursă stabilă de intrări de capitaluri, care nu prezintă un caracter puternic prociclic precum în cazul altor fluxuri pe termen scurt și care finanțează autonom deficitul de cont curent.

Studii empirice au relevat că transferurile reprezentând venituri ale rezidenților au capacitatea de a ameliora restricțiile bugetare ale destinatarilor, conducând la creșterea consumului acestora de mărfuri alimentare, de bunuri de consum și de folosință îndelungată. Din punctul nostru de vedere, este neclar, însă, dacă transferurile conduc la creșterea gradului de îndatorare (reprezentând, de exemplu, avansul pentru obținerea unui credit) sau relația este negativă (în sensul că populația nu se mai împrumută pentru că își satisface necesitățile de consum apelând la sumele primite sub formă de transferuri). Mai mult, volumul și dinamica transferurilor prezintă importanță din punctul de vedere al stabilității financiare și ca urmare a faptului că intrări semnificative și susținute de astfel de fluxuri, pe lângă efectele benefice prezentate, pot conduce și la fenomene negative, cum ar fi: (i) reducerea stimulentei de a munci în cazul beneficiarilor de transferuri; (ii) aprecierea considerabilă a cursului de schimb și creșterea prețului bunurilor imobiliare; (iii) contractarea sectoarelor naționale care produc bunuri alimentare și nealimentare (*Dutch disease*).



Având în vedere faptul că majoritatea transferurilor provine din venituri ale rezidenților ce muncesc în spațiul Uniunii Europene și analizând structura demografică, nivelul salariilor și ritmul de creștere din UE, estimăm că este posibil ca și în viitor volumul transferurilor către România să fie semnificativ, cu riscurile și beneficiile aferente.

2.2.2. Pe segmentul ofertei de credite

2.2.2.1. Creșterea concurenței între ofertanții de fonduri, precum și fructificarea de către instituțiile de credit a oportunităților de creștere a cotei de piață și a profiturilor prin implicarea în operațiunile de retail

Creditarea populației s-a realizat în mod dominant prin intermediul sectorului bancar, ponderea creditelor bancare în totalul datoriilor populației fiind de 97 la sută la sfârșitul anului 2004. Leasing-ul și societățile de intermediere a creditării constituie competitori ai sectorului bancar. Acești jucători, încă nereglementați specific, sunt din ce în ce mai vizibili pe segmentul populației, dar date statistice detaliate privind activitatea acestora nu sunt disponibile.

Concurența pe piața bancară reprezintă un factor ce impulsionează oferta de finanțare. Gradul de concentrare a activelor, creditelor și depozitelor aferente sectorului bancar românesc s-a redus ușor în anul 2004 față de 2003, ceea ce oferă posibilitatea expansiunii ofertei în condiții mai favorabile pentru debitori, stimulând astfel și pe acest canal cererea.

Tabel 2.2. Gradul de concentrare a sectorului bancar românesc (primele 5 bănci)

	2003	2004
Active bancare	61,7	59,3
Credite	56,8	55,7
Depozite	62,6	59,5

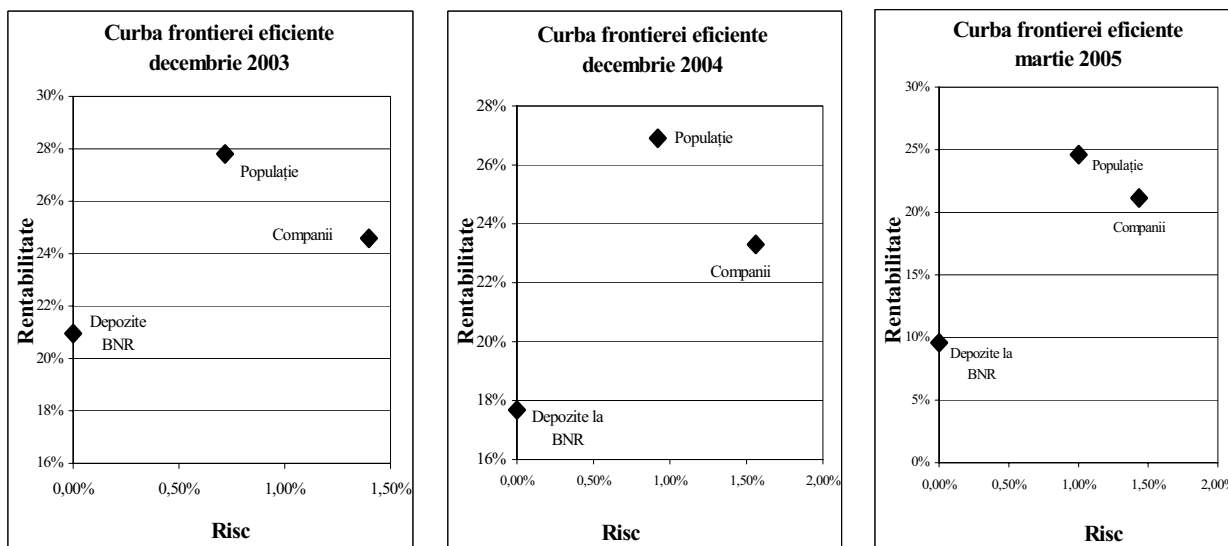
Sursa: calcule proprii

2.2.2.2. Rentabilitatea creditului către populație în comparație cu riscul aferent

În anticiparea evoluției ofertei de fonduri pentru populație, un rol important îl au și informațiile reflectate de frontiera eficientă a plasamentelor instituțiilor de credit. În graficul 2.7 se observă faptul că rentabilitatea raportată la risc pentru creditele către populație este superioară celei pentru creditele către companii. Deși aceste credite către companii ar părea că nu sunt pe frontiera eficientă, concluzia trebuie formulată având în vedere și rentabilitatea veniturilor, altele decât din dobânzi (semnificativ mai mari pentru clienții persoane juridice).

Grafic 2.7

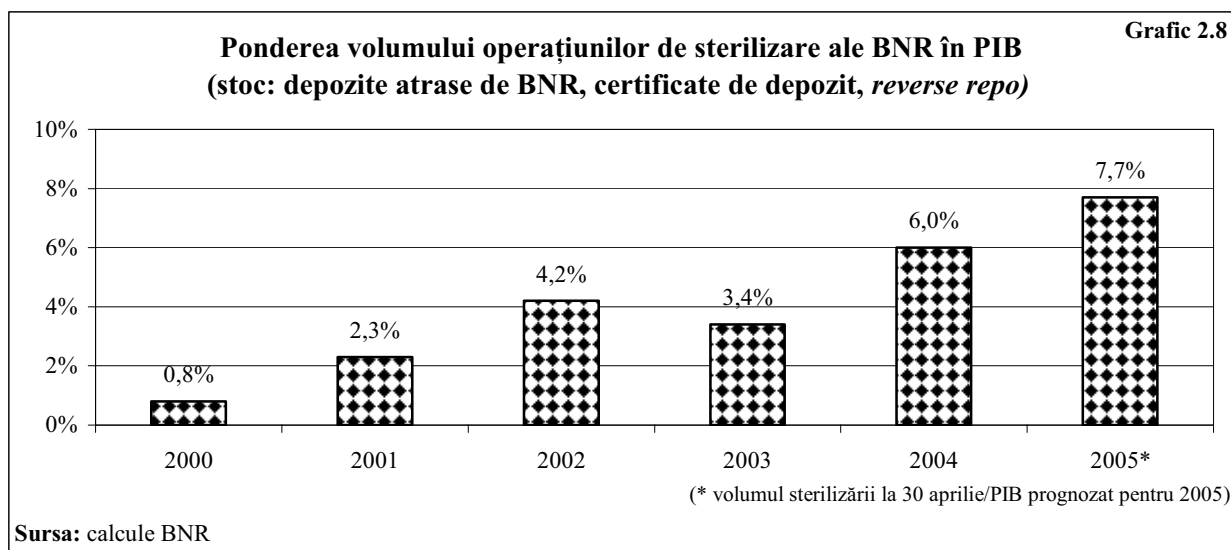
Evoluția frontierei eficiente formate din plasamente în depozite la BNR, credite către populație și credite către companii



Sursa: calcule proprii

2.2.2.3. Excesul pronunțat de lichidități, generat inclusiv de intrări semnificative de capitaluri străine

Lichiditatea pieței reprezintă un factor important ce determină oferta de creditare. Ultimii ani indică, pe de o parte, o creștere a lichidității pe piața bancară românească, iar pe de altă parte, o reticență în canalizarea preponderentă a acestor resurse disponibile către scopuri productive și către populație.



Sursa: calcule BNR

În prezent, lichiditatea sectorului bancar românesc este semnificativă, numai volumul sterilizării realizate de BNR reprezentând 6 miliarde EUR în luna aprilie 2005. Acest lucru arată că oferta de fonduri ar avea capacitatea de a satisface nevoile cererii, dar problema constă în lipsa unor proiecte viabile care să poată fi finanțate.

2.2.2.4. *Înființarea Biroului de Credit și utilizarea pe scară mai largă a informațiilor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare din cadrul BNR*

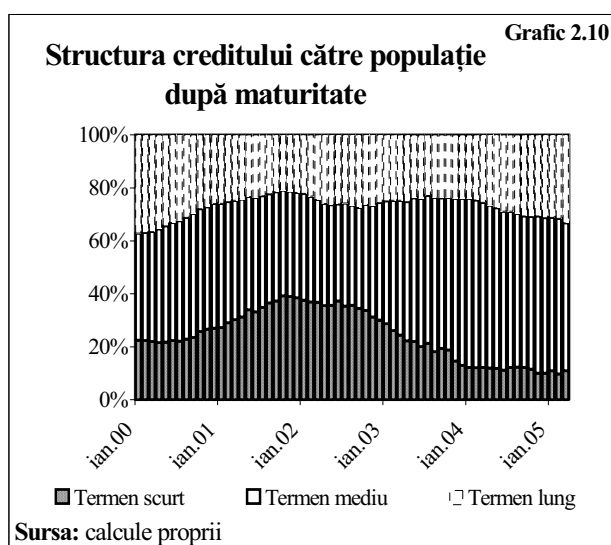
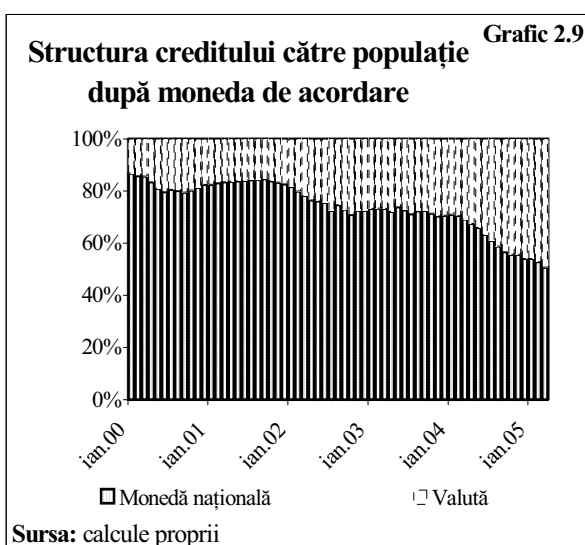
În acest fel se reduce asimetria de informații aferentă creditării populației, putându-se estima mai exact profilul de risc al debitorului, ceea ce conduce la diminuarea riscului din creditare și implicit la creșterea ofertei de fonduri.

2.3. Riscurile creșterii gradului de îndatorare a populației

Nu numai modificările în volum ale creditului către populație determină preocupări legate de stabilitatea financiară, ci și cele în **structură**. Astfel, considerăm că este important a fi evidențiate următoarele patru tendințe:

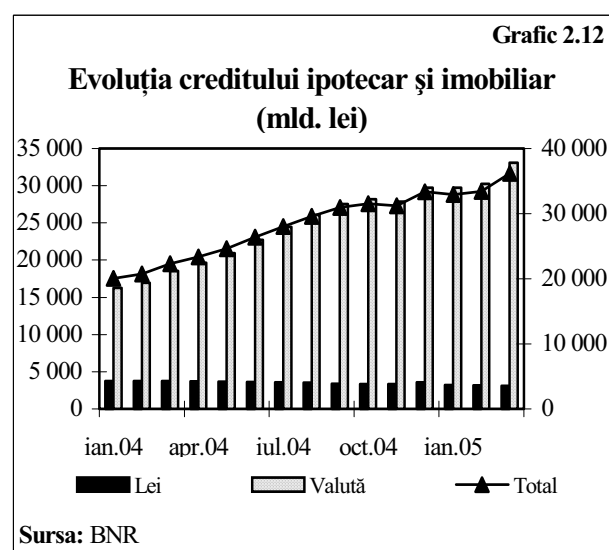
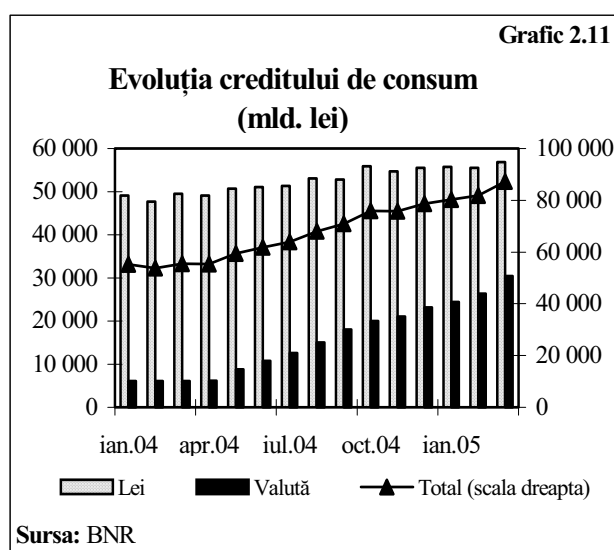
- creșterea semnificativă a ponderii creditului în valută, în detrimentul celui în monedă națională (Grafic 2.9).

Ne așteptăm ca această evoluție să se păstreze și în viitor, fiind promovată atât de ratele dobânzii mai reduse la monedele străine, cât și de procesul de apreciere a monedei naționale față de principalele devize. În acest fel, costul creditului în valută se diminuează. Ceea ce determină însă preocupare este o eventuală depreciere semnificativă și de durată a monedei naționale, care va spori proporțional serviciul datoriei debitorilor neacoperiți (*unhedged borrowers*), iar cu cât ponderea creditelor în valută în bilanțul creditorilor se va majora, cu atât crește pericolul apariției unor probleme sistemice⁵.



⁵ Pentru societățile de leasing situația este și mai severă, pentru că aproape toate creditele sunt acordate în valută.

Analiza separată a creditelor de consum și a celor imobiliare și ipotecare (Graficele 2.11 și 2.12) arată că expunerea cea mai mare pe valută este în cazul celor din urmă, în timp ce ritmul de creștere cel mai mare aparține creditelor de consum. Având în vedere termenul foarte lung și lung pe care sunt acordate creditele pentru imobile și faptul că în orizontul anilor 2012-2014 România urmează să adopte euro ca monedă națională, rezultă că efectul nefavorabil generat de debitorii neacoperiți este mai estompat în cazul creditelor pentru imobile față de cele pentru consum.

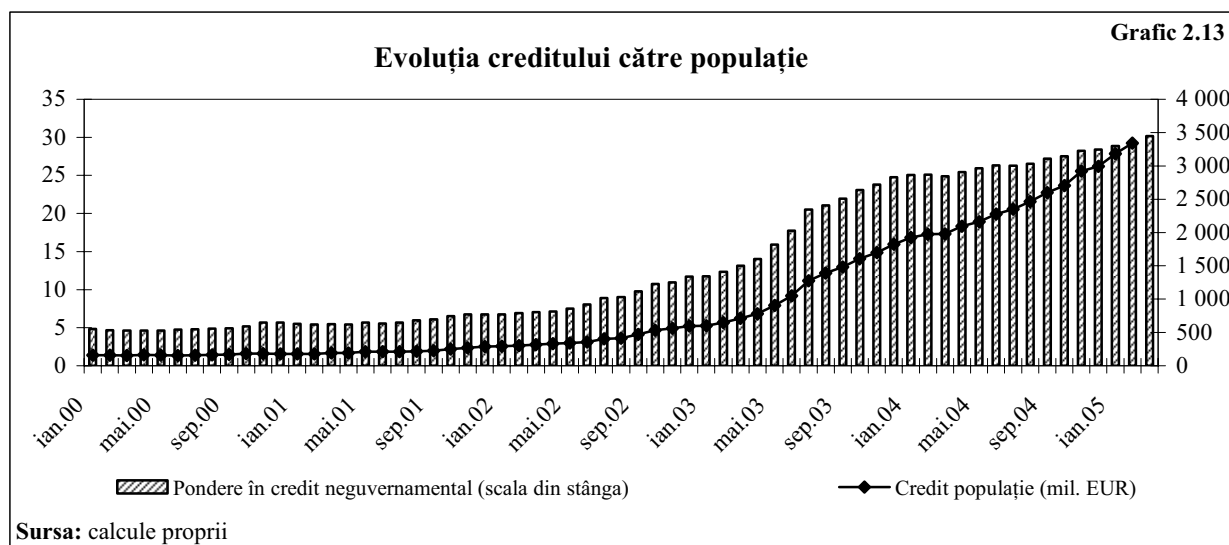


b) expansiunea maturității creditelor (grafic 2.10).

Creditele acordate pe termen mediu (între 1-5 ani) au cunoscut cea mai mare expansiune, ajungând la sfârșitul lunii martie 2005 să dețină aproape 56 la sută din totalul creditelor acordate populației. La rândul lor, creditele pe termen lung (peste 5 ani) însumau o treime din total. Această lărgire a maturităților, pe lângă efectele benefice asupra activității bancare, incumbă și anumite riscuri, dintre care menționăm:

- (i) lipsa resurselor pe termen mediu și lung ale băncilor cu care să finanțeze credite cu maturități mai mari generează o nepotrivire (*mismatch*) a scadențelor, cu riscurile aferente;
- (ii) cu cât scadențele sunt mai mari, cu atât crește probabilitatea de a se manifesta efectul de „miopism” al debitorilor, respectiv de a nu lua în considerare evoluția ratei dobânzii și a ratei șomajului pe termen mediu și lung;
- (iii) obținerea unui credit cu o maturitate mai mare permite debitorilor să se îndatoreze mai mult pentru că serviciul datoriei scade. Acest comportament de creștere a consumului prezent în defavoarea celui viitor poate ridica probleme dacă se depășește un anumit prag critic.

c) ponderea creditului către populație în total credit neguvernamental crește continuu.



Graficul 2.13 arată fără echivoc că ponderea creditului către populație și-a crescut importanța în totalul creditului neguvernamental, uneori urmând o curbă exponențială (anul 2003). Astfel, această pondere s-a majorat de la un nivel modest de 4,8 la sută în ianuarie 2004, la aproape 30 la sută în martie 2005.

Chiar dacă această evoluție va apropia structura creditului acordat de băncile din România de cea a băncilor din UE (unde creditul către populație deținea, la sfârșitul lunii martie 2005, 54,7 la sută din totalul creditului neguvernamental), considerăm că în prezent forța financiară a populației nu este comparabilă cu cea a companiilor nefinanciare astfel încât să justifice o aliniere atât de rapidă la caracteristicile europene. De aceea, estimăm că o abordare mai prudentă din partea băncilor din România este aceea de a acorda în viitor o importanță mai mare finanțării companiilor, creditul către populație crescând, dar cu o rată inferioară.

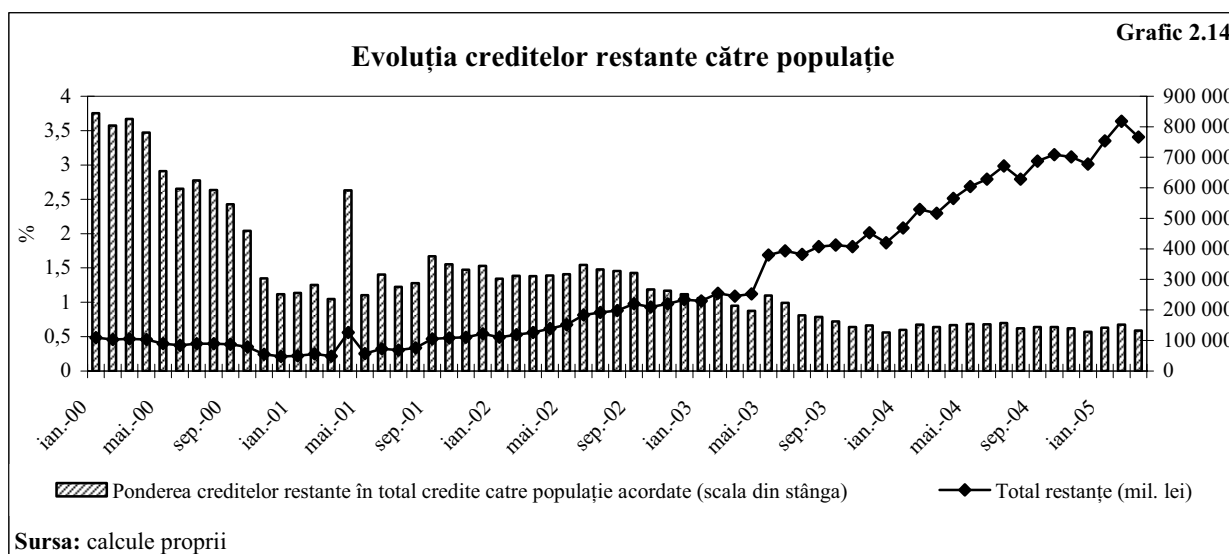
În afara riscurilor potențiale aferente celor patru modificări în structură evidențiate, prezentăm în continuare radiografia profilului de risc aferent creditului acordat populației, apelând la următorii indicatori:

2.3.1. Creditele restante

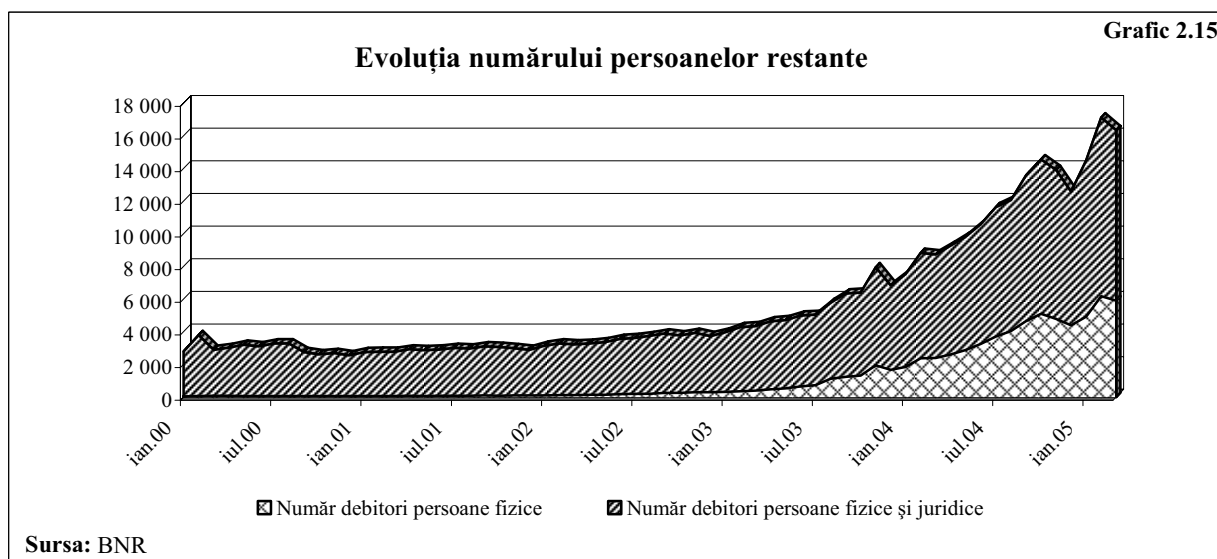
Graficul 2.14 arată că ponderea creditelor restante în total credite către populație a cunoscut o evoluție descendentă, ajungând la sfârșitul lunii martie 2005 la o modestă valoare de 0,58 la sută. Totuși, această informație statistică trebuie interpretată cu prudență deoarece ponderea creditelor restante poate fi subestimată în această perioadă caracterizată prin creșterea puternică a creditării populației. Acest lucru se datorează maturității relativ lungi aferente acestor credite (am arătat anterior că ponderea creditelor între 1-5 ani a crescut semnificativ), iar creditele nou acordate sunt de regulă clasificate ca fiind în categoria standard. Astfel, noile credite vor diminua ponderea creditelor clasificate în categoria restanțelor. Un alt factor care îndeamnă la prudență

este acela că există un decalaj (care poate fi chiar și de ordinul anilor) între momentul în care este acordat un credit și momentul în care acesta este înregistrat ca fiind restant.

Pe de altă parte, instrumentul modern de cuantificare a riscului, respectiv estimarea probabilității de pierdere pentru segmentul reprezentat de populație, este extrem de dificil a fi uzitat în prezent din cauza lipsei datelor statistice necesare. În lumina procesului de implementare a noilor cerințe de capital (Basel II), atât BNR, cât și instituțiile de credit vor trebui să promoveze cât mai urgent măsurile necesare în vederea creării cadrului de gestionare a riscului de credit prin folosirea modelelor interne (unde probabilitatea de pierdere are rolul esențial).



În ceea ce privește numărul persoanelor fizice raportate ca fiind restante în onorarea obligațiilor către bănci, graficul 2.15 arată că acesta a crescut semnificativ începând cu mijlocul anului 2003, ajungând la aproape 6 000 de persoane, respectiv 56,5 la sută din totalul debitorilor restanțieri.



2.3.2. Gradul de concentrare în profil teritorial și instituțional

Studiind riscul creditării populației prin prisma gradului de concentrare teritorială și pe instituțiile de credit, am ajuns la concluzia că asistăm la o diminuare a acestui tip de risc. Astfel, concentrarea în plan teritorial, utilizând indicele Herfindahl, s-a diminuat din martie 2004 față de martie 2005, evoluțiile aferente creditului de consum fiind cele mai reprezentative din acest punct de vedere. Totodată, creditul către populație se află sub pragul critic (literatura de specialitate consideră acest prag ca fiind de 1 800 unități). Concentrarea puternică în profil teritorial se află pe București, ceea ce nu ar ridica probleme semnificative din punct de vedere al stabilității financiare, pentru că aici se găsesc și debitorii cu veniturile cele mai mari din întreaga țară.

Tabel 2.3. Gradul de concentrare a creditului către populație în profil teritorial

	Credit către populație			Credit către companii	Total credit neguvernamental
	Total	Consum	Imobiliare		
Martie 2004	1 174,5	1 158,7	1 190,2	2 490,9	2 117,1
Martie 2005	997,9	880,8	1 337,9	2 329,7	1 875,8

Sursa: calcule proprii

Utilizând aceeași abordare pentru concentrarea pe instituții de credit, din tabelul 2.4 rezultă că în intervalul martie 2004 – martie 2005 riscul concentrării s-a păstrat la un nivel relativ nemodificat (dar înalt), generat de creșterea concentrării pe creditele de consum în antiteză cu scăderea acesteia pe segmentul creditelor pentru imobile.

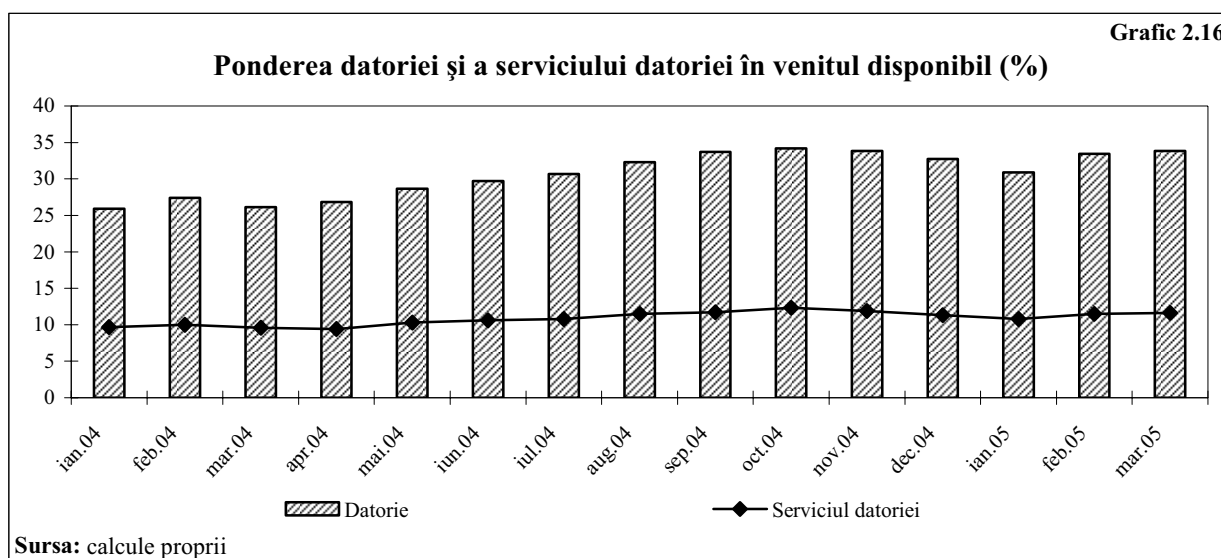
Tabel 2.4. Gradul de concentrare a creditului către populație în profil instituțional

	Credit către populație			Credit către companii	Total credit neguvernamental
	Total	Consum	Imobiliare		
Martie 2004	1 622,5	1 589,5	2 049,3	1 103,9	1 182,1
Martie 2005	1 620,6	1 692,4	1 654,1	1 073,7	1 188,8

Sursa: calcule proprii

2.3.3. Evoluția ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil

Graficul 2.16 arată că ponderea datoriei în venitul disponibil s-a menținut la un nivel relativ constant, creșterea îndatorării fiind compensată în cea mai mare parte de expansiunea veniturilor disponibile. La rândul său, serviciul datoriei populației, ca pondere în venitul disponibil, nu a cunoscut evoluții îngrijorătoare, menținându-se la un nivel de aproximativ 10 la sută.



Totuși, în condițiile unei rate a dobânzii în scădere și ale venitului disponibil în creștere, menținerea constantă a ponderii serviciului datoriei în veniturile populației relevă că gradul de îndatorare a avut o evoluție expansionistă care a compensat efectele favorabile generate de rata dobânzii și venituri. Astfel, în ipoteza inversării tendințelor care caracterizează în prezent dobânzile și veniturile, impactul asupra capacității populației de a-și onora serviciul datoriei ar putea fi semnificativ, posibilitate care reclamă o atenție deosebită din punctul de vedere al stabilității financiare. De aceea, în capitolul următor vom utiliza o abordare cantitativă în scopul analizei factorilor care pot determina modificări în profilul dinamic al gradului de îndatorare.

3. O ANALIZĂ CANTITATIVĂ ASUPRA GRADULUI DE ÎNDATORARE A POPULAȚIEI

Așa cum am arătat în capitolele anterioare, gradul de îndatorare a populației are un potențial semnificativ de creștere, situație ce reclamă o analiză mai detaliată din punct de vedere al stabilității financiare. În cele ce urmează ne propunem să cuantificăm econometric relația între factorii determinanți și gradul de îndatorare a populației, precum și să analizăm, pe baza unor simulări, impactul constrângerilor de lichiditate generate de cerințele bancare specifice asupra creșterii creditului acordat populației.

3.1. Modelarea econometrică a gradului de îndatorare a populației

În estimările empirice am inclus următoarele serii de date lunare:

- Gradul total de îndatorare a populației (calculat ca pondere a creditelor totale acordate populației în salariile nete anuale);
- Gradul de îndatorare a populației pe credit ipotecar și imobiliar (calculat ca pondere a creditelor ipotecare și imobiliare⁶ acordate populației în salarii nete anuale);
- Salariile nete anuale reale (s-a folosit IPC);
- Rata dobânzii specifice activelor în lei ale populației⁷;
- Rata dobânzii aferente activelor în valută ale populației⁸;
- Rata restanțelor specifică creditului total acordat populației;
- Rata șomajului.

Toate aceste variabile au fost transformate în logaritm natural, fiind notate cu: *Gr_îndat_total*, *Gr_îndat_ipotecar*, *Sal_reale*, *Dob_lei*, *Dob_val*, *R_restante*, *R_somaj*. Seriiile de date au vizat intervalul ianuarie 2000 – februarie 2005.

Testele de rădăcină unitară (*Augmented Dickey Fuller* și *Phillips-Perron*) au arătat că toate variabilele sunt nestaționare, integrate de ordinul unu – I(1). Lipsa staționarității seriilor considerate a impus folosirea cointegrării în scopul obținerii unor relații pe termen lung între

⁶ Sursa datelor privind creditul ipotecar este Centrala Riscurilor Bancare.

⁷ Până în aprilie 2003 s-a folosit rata de dobândă activă pentru clienți nebancari neguvernamentali, iar începând cu mai 2003 rata de dobândă pentru activele curente aferente persoanelor fizice.

⁸ Rata de dobândă pentru activele în valută s-a obținut prin ponderarea cu 50 la sută a ratelor de dobândă pentru activele persoanelor fizice în EUR și a celei pentru activele persoanelor fizice în USD.

gradul de îndatorare a populației și factorii determinanți. Pentru testarea cointegrării am folosit procedura Johansen multivariată⁹.

În primul model estimăm relația pe termen lung între gradul total de îndatorare a populației și factorii determinanți (prezența pe larg în capitoul anterior). Modelul, însă, cuprinde doar câțiva dintre cei mai importanți factori, criteriul de includere în cointegrare fiind cel de disponibilitate a datelor statistice sau de relevanță din punct de vedere econometric. Coeficienții obținuți în regresie pot fi interpretați ca elasticități, toate variabilele fiind exprimate în logaritmi.

Relația de cointegrare – modelul 1 (în paranteze pătrate t-statistic)

$$\begin{aligned} \text{Gr_îndat_total} = & 4.126 * \text{Sal_reale} - 2.415 * \text{Dob_lei} + 4.112 * \text{R_restante} - 2.178 * \text{R_somaj} \\ & [-4.515] \qquad [1.869] \qquad [-6.780] \qquad [2.669] \\ & - 70.078 \end{aligned}$$

Procedura Johansen a indicat un singur vector de cointegrare ai cărui coeficienți sunt semnificativi din punct de vedere statistic. VEC-ul estimat pentru determinarea relației de cointegrare a cuprins patru *lag*-uri și o variabilă exogenă *dummy*, care a îmbunătățit calitatea ecuației. Această variabilă *dummy* ia valoarea zero până în luna ianuarie 2004 și unu începând cu februarie 2004, marcând trendul unei rupturi structurale legislative date de intrarea în vigoare a normelor cu caracter prudențial privind creditul de consum și creditul ipotecar¹⁰. Testele asupra reziduurilor au evidențiat lipsa autocorelației și a heteroskedasticității, dar normalitatea nu s-a

⁹ În identificarea unei relații pe termen lung, caracteristicile de nestăționaritate a seriilor de date devin foarte importante. Modelarea relațiilor pe termen lung între variabilele staționare a fost dezvoltată, în special, de către Engle și Granger (1987). Metodologia propusă se bazează pe o singură ecuație de corecție a erorilor. Cointegrarea este definită ca fiind o relație staționară pe termen lung între variabile nestăționare.

Principalul dezavantaj al abordării bazate pe o singură ecuație constă în faptul că modelele cu mai mult de două variabile pot avea mai multe ecuații de cointegrare, nu doar o singură combinație liniară. Johansen (1990) elimină acest neajuns. Pornind de la estimarea unui vector de corecție a erorilor (VEC) se arată că acesta va conține informații atât asupra ajustărilor la modificările variabilelor din model pe termen scurt, cât și pe termen lung. Numărul optim de *lag*-uri – valori ale variabilelor la momente anterioare – într-un VEC se determină pe baza testării *lag*-lui optim într-un Vector AutoRegresiv (VAR) astfel: dacă VAR are p *lag*-uri optime, VEC-ul va fi estimat cu $p-1$ *lag*-uri. Apare necesitatea identificării relațiilor pe termen lung ce sunt staționare (incluzând vectorii de cointegrare) și a celor ce sunt nestăționare (incluzând „trendurile comune”). Soluția dată de procedura Johansen presupune testarea „rangului redus”, adică identificarea numărului de vectori de cointegrare din model. Un alt avantaj al acestei metode rezidă în cuantificarea vitezei de ajustare la echilibru pe termen lung.

Engle R. F., Granger C. W. J., 1987, “*Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*”, *Econometrica*, 55

Harris, R.I.D., 1995, “*Using cointegration analysis in econometric modelling*”, Prentice Hall

Johansen S., Juselius K., 1990, “*Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to Simultaneous Equations and Cointegration*”, *Journal of Econometrics*, 69

¹⁰ Norma nr. 15 din 18/12/2003 privind limitarea riscului de credit la creditul de consum și Norma nr. 16 din 18/12/2003 pentru modificarea și completarea Normelor metodologice nr. 3/2000 de aplicare a Legii nr. 190/1999 privind creditul ipotecar pentru investiții imobiliare, aplicate începând cu 1 februarie 2004. Prin respectivele norme s-a încercat și atenuarea creșterii deficitului de cont curent, pentru că s-a considerat că o bună parte din creditul neguvernamental acordat populației este utilizat de aceasta în scopul achiziționării de bunuri de import.

confirmat. Însă, Lütkepohl¹¹ (1992) arată că metoda Johansen nu depinde strict de ipoteza normalității.

Relația de cointegrare arată că la nivelul de echilibru pe termen lung, o creștere cu 1 la sută a salariilor nete anuale reale duce la creșterea cu 4,126 la sută a gradului total de îndatorare a populației. Relația directă între cele două variabile se conformează teoriei. Coeficientul supraunitar al salariilor reale și faptul că reprezintă cea mai mare elasticitate în relația obținută subliniază, pe de o parte, realitatea economică a intervalului analizat care s-a caracterizat printr-o creștere superioară a creditului aferent populației față de creșterea reală a salariilor, iar pe de altă parte exprimă impactul puternic al acestei variabile asupra îndatorării.

Se observă că tendința descendentă a ratei dobânzii pentru activele în lei are capacitatea de a potența semnificativ gradul de îndatorare.

Relația pozitivă între rata restanțelor și gradul de îndatorare nu se conformează teoriei economice. Acest aspect se poate explica prin axarea băncilor, în perioadă analizată, pe creditarea populației, acestea urmărind în principal câștigarea și consolidarea cotei de piață și lăsând pe un loc secund problema restanțelor. Un alt factor rezidă în valoarea redusă a acestor restanțe, nealarmante din punctul de vedere al managementului bancar.

Variabila ce identifică anticipațiile cu privire la veniturile viitoare este rata șomajului. Coeficientul acestei variabile susține teoria: o creștere a șomajului duce la scăderea gradului de îndatorare, populația anticipând o diminuare a veniturilor ceea ce generează reticență în îndatorare.

Viteza de ajustare la echilibrul pe termen lung este de -0.076 (cu t-statistic -5.076), ceea ce arată că dacă în luna anterioară gradul total de îndatorare a populației a fost mai mare decât nivelul de echilibru, în luna curentă acesta va scădea. Abaterea gradului total de îndatorare de la nivelul de echilibru se ajustează în aproximativ 13 luni.

Al doilea model surprinde determinanții pe termen lung ai gradului de îndatorare a populației pe credit ipotecar. VEC a fost estimat cu două *lag*-uri incluzând ca variabilă exogenă *dummy* pentru modificarea legislativă, iar procedura Johansen a indicat existența unei singure relații de cointegrare.

Relația de cointegrare – modelul 2 (în paranteze pătrate t-statistic)

$$\text{Gr_îndat_ipotecar} = 0.986 \cdot \text{Sal_reale} - 5.545 \cdot \text{Dob_val} - 0.904 \cdot \text{R_restante} - 0.228 \cdot \text{R_șomaj} - 40.789$$

[-1.453] [3.988] [3.100] [0.633]

¹¹ Lütkepohl, H. and H.-E. Reimers, 1992, "Impulse response analysis of cointegrated systems", Journal of Economics Dynamics and Control, 16, 53-78.

Lipsa de semnificativitate a ratei șomajului indică percepția optimistă asupra stabilității sau a creșterii veniturilor în cazul populației care se îndatorează pentru a achiziționa sau a construi o casă. În general, segmentul de populație care accesează un astfel de credit are venituri medii sau ridicate și îndeplinește constrângerea de lichiditate reprezentată de avans.

Se observă o slabă semnificativitate a variabilei reprezentate de salariile nete reale pentru gradul de îndatorare pe creditul ipotecar și imobiliar. Explicația rezidă, în primul rând, în anticipările populației de creștere a salariilor conform teoriei venitului permanent ceea ce va conduce la scăderea ponderii serviciului datoriei în venit, iar în al doilea rând, în faptul că maturitatea îndelungată a creditelor de acest tip generează o pondere a serviciului datoriei relativ redusă în venit și de mai mică importanță pentru îndatorarea pe termen lung.

Având în vedere că în 2005 aproximativ 90 la sută din creditele ipotecare au fost acordate în valută, se justifică influența dominantă a ratei dobânzii active pentru populație. Rata dobânzii este cea care face diferența în alegerea unui asemenea credit în lei sau valută, iar relația cu gradul de îndatorare este negativă.

Rata restanțelor influențează semnificativ gradul de îndatorare pe credit ipotecar. Relația negativă sugerează o atitudine prudentă a băncilor în cazul acestui tip de credit a cărui maturitate depășește 15 ani.

Viteza de ajustare la echilibru este $-0,083$ (cu t-statistic $-2,965$), acomodarea gradului de îndatorare pe credit ipotecar la relația pe termen lung cu factorii determinanți realizându-se în aproximativ douăsprezece luni, mai rapid decât în cazul gradului total de îndatorare.

3.2. Impactul constrângerilor de lichiditate asupra îndatorării populației

Așa cum s-a prezentat în capitolul 1, teoriile privind venitul permanent și ciclul de viață dezvoltate de Modigliani și Friedman au un rol important în identificarea evoluției gradului de îndatorare a populației. Totodată, în cadrul Casetei 1, am evidențiat faptul că surprinderea realității presupune relaxarea unor ipoteze ale teoriilor menționate, cum ar fi luarea în considerare a constrângerilor de lichiditate ce acționează asupra îndatorării populației. Asemenea restricții, rezultate fie din reglementări ale pieței, fie din politica băncilor, vor diminua capacitatea populației de a împrumuta la valoarea considerată optimă din perspectiva constrângerilor bugetare intertemporale specifice teoriei ciclului de viață.

În această secțiune ne vom îndrepta atenția asupra acestor restricții de lichiditate, pentru că din punct de vedere al stabilității financiare, acestea îndeplinesc un dublu rol: (i) permit cuantificarea îndatorării potențiale maxime a populației și (ii) reprezintă o pârghie pe care autoritățile o pot utiliza în vederea stimulării sau frânării creditului către populație.

În mod concret, restricțiile de lichiditate impuse debitorilor îmbracă în cele mai multe cazuri două forme:

- a) o limită maximă a ponderii serviciului datoriei (principal și dobândă) în venitul disponibil curent al populației – notată în continuare cu z ;
- b) o limită maximă a ponderii creditului în valoarea colateralului sau a garanției (**LTV**), reprezentând în fapt o limită minimă sub forma avansului.

În continuare, vom porni de la ideea menționată de Debelle (2004)¹² pentru calcularea valorii maxime a creditului ipotecar ce poate fi accesat de către populație în funcție de restricțiile de lichiditate. Vom extinde, însă, respectiva formulă, astfel încât să surprindem în plus atât valoarea maximă pentru creditul de consum, cât și disocierea gradului de îndatorare a populației în funcție de moneda de acordare a creditelor. Am luat în considerare următoarele variabile:

- (i) V_t – venitul disponibil al populației la momentul t , aproximat pe cazul României cu salariile nete anuale¹³;
- (ii) D_t – depozitele populației reprezentând economiile pentru avansul necesar în vederea obținerii creditului;
- (iii) z_i, z_c – ponderea maximă a serviciului datoriei în venitul disponibil pentru creditul ipotecar, respectiv creditul de consum;
- (iv) LTV_i, LTV_c – ponderea maximă a creditului ipotecar, respectiv creditul de consum, în valoarea colateralului sau a garanției; echivalentă cu $(1 - \text{ponderea avansului})$;
- (v) i_{lei_t}, i_{val_t} – rata de dobândă nominală pentru creditele acordate persoanelor fizice în lei, respectiv în valută la momentul t ;
- (vi) α_i, α_c – ponderea creditelor ipotecare, respectiv de consum în total credite acordate populației;
- (vii) β_{lei}, β_{val} – ponderea creditelor în lei, respectiv în valută, în total credite ipotecare acordate populației;
- (viii) $\gamma_{lei}, \gamma_{val}$ – ponderea creditelor în lei, respectiv în valută, în total credite de consum acordate populației.

$$\begin{aligned} \text{Creditul maxim potential} = & \alpha_i \times \left[\beta_{lei} \times \min \left\{ D_t \times \frac{LTV_i}{1 - LTV_i}; z_i \times \frac{V_t}{i_{lei_t}} \right\} + \beta_{val} \times \min \left\{ D_t \times \frac{LTV_i}{1 - LTV_i}; z_i \times \frac{V_t}{i_{val_t}} \right\} \right] + \\ & + \alpha_c \times \left[\gamma_{lei} \times \min \left\{ D_t \times \frac{LTV_c}{1 - LTV_c}; z_c \times \frac{V_t \times [1 - (1 + i_{lei_t})^{-2.5}]}{i_{lei_t}} \right\} + \gamma_{val} \times \min \left\{ D_t \times \frac{LTV_c}{1 - LTV_c}; z_c \times \frac{V_t \times [1 - (1 + i_{val_t})^{-2.5}]}{i_{val_t}} \right\} \right] \end{aligned}$$

¹² Debelle, G., 2004, "Macroeconomic implications of rising household debt", BIS wp nr. 153.

¹³ În cele mai multe cazuri, băncile nu țin seama și de alte forme de venit în decizia de creditare a populației sau le au în vedere la o valoare mult diminuată.

Primul termen al fiecărei funcții de minim indică creditul posibil de obținut în limita constrângerii de lichiditate reprezentate de avans, iar cel de-al doilea termen indică creditul maximal în funcție de valoarea actualizată la momentul t a fluxurilor viitoare reprezentând serviciul datoriei. Creditul ipotecar are maturități mari, ceea ce permite trecerea la limită în formula de actualizare a serviciului datoriei. Creditul de consum nu are aceeași proprietate, maturitatea acestuia fiind aproximată la doi ani și jumătate.

Aceste forme ale constrângerilor de lichiditate arată că îndatorarea populației poate să varieze în funcție de structura instituțională a piețelor financiare. Valoarea mediană pentru LTV este de 80 la sută în țările dezvoltate, deși ponderi de 100 la sută sau superioare acestei valori se regăsesc în anumite țări (Olanda, SUA etc).

În România, creșterea accelerată a creditului acordat populației începând cu anul 2003 s-a încercat a fi temperată prin intermediul unor norme cu caracter prudențial, prin care li s-a cerut băncilor și societăților de credit ipotecar respectarea unor limite maxime pentru ponderea serviciului datoriei în venitul net (calculat ca diferență între veniturile totale și angajamentele declarate) și limite minime pentru ponderea avansului (respectiv maxime pentru LTV). Aceste constrângeri de lichiditate au fost diferențiate în funcție de tipul creditului în modul următor:

- a) Pentru creditul ipotecar: $z_i = 75$ la sută, iar $LTV_i = 35$ la sută.
- b) Pentru creditul de consum: $z_c = 30$ la sută, iar $LTV_c = 100$ la sută dacă acel credit nu are ca destinație achiziția de bunuri, dar este garantat de terți și/sau prin garanții reale; în cazul în care creditul are ca destinație achiziția de bunuri se impune un $LTV_c = 75$ la sută sau garanții personale. În general, piața bancară a preferat nesolicitarea avansului în favoarea garanțiilor personale sau reale pentru creditul de consum.

Aplicând modelul prezentat anterior pentru cazul României la momentul t , considerat martie 2005, s-a obținut creditul potențial maxim ce se putea acorda populației la acel moment. Totodată, ne-a interesat realizarea unei simulări a modificării variabilelor ce induc constrângeri de lichiditate (z , LTV și ratele dobânzii active pentru lei și valută), în scopul determinării creșterii creditului acordat populației. Valorile variabilelor folosite sunt sintetizate în tabelul 3.1.

Tabel 3.1. Variabilele modelului pentru momentul martie 2005

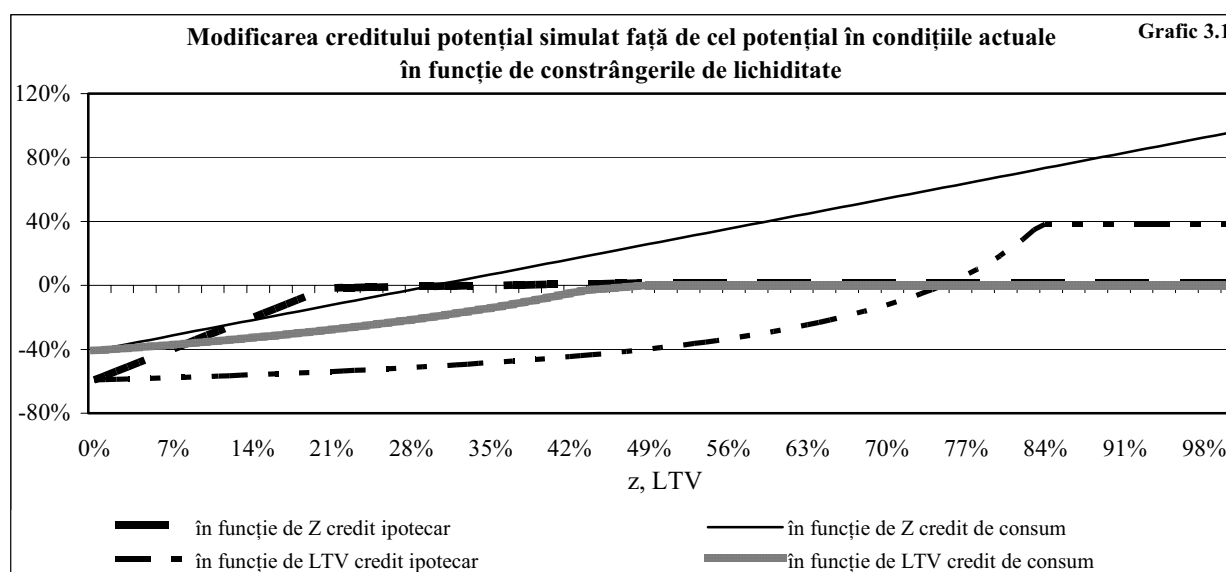
Credite acordate populației (mil. lei)		130 531 223	
α_i - % credit ipotecar		α_c - % credit de consum	
29%		71%	
β_{lei} - % credit ipotecar în lei	β_{val} - % credit ipotecar în valută	γ_{lei} - % credit de consum în lei	γ_{val} - % credit de consum în valută
9%	91%	65%	35%
D_t - Depozitele populației (mil. lei)		260 466 657	
V_t - Salariile nete anuale (mil. lei)		385 508 574	
i_{lei} - rata de dobândă nominală pentru creditele acordate persoanelor fizice în lei		24,6%	
i_{val} - rata de dobândă nominală pentru creditele acordate persoanelor fizice în EUR		10,2%	
z_i		35%	
z_c		30%	
LTV_i		75%	
LTV_c		100%	

În martie 2005, gradul de îndatorare a populației, calculat ca raport între creditele acordate populației de către sistemul bancar și salariile nete anuale, a fost de 34 la sută. Ținând seama de restricțiile de lichiditate, aplicarea modelului prezentat a indicat un credit potențial maxim posibil a fi accesat de către populație de 372 354 683 milioane lei, ceea ce arată că populației i s-au acordat doar 35 la sută din valoarea creditării potențiale. Gradul de îndatorare potențial s-ar ridica astfel la 97 la sută. Există câteva motive ce ar justifica acest grad redus de acoperire a creditului potențial:

- (i) politica de creditare a băncilor este mai restrictivă decât cea impusă prin normele cu caracter prudențial în privința creditului de consum și a celui ipotecar;
- (ii) populația nu accesează maximumul creditului ce i se poate acorda sau preferă să nu se îndatoreze;
- (iii) ponderea populației afectate de constrângerile de lichiditate (λ) poate fi semnificativă, însă dificil de estimat în condițiile necunoașterii structurii pe tranșe a veniturilor

populației care dorește să se îndatoreze. De fapt, studiile¹⁴ au relevat că în țările caracterizate de un *spread* ridicat între dobânzile la credite și cele la depozite, de o valoare redusă a ponderii creditului în valoarea colateralului (LTV – *Loan To Value*) și de o pondere mică a proprietarilor de locuință aparținând categoriei populației tinere (cazul României, în mare parte), valoarea parametrului λ este ridicată.

Modelul a fost folosit pentru simularea în funcție de z_i , z_c , LTV_i , LTV_c a modificării creditului potențial maxim față de valoarea potențială în condițiile restricțiilor de lichiditate actuale. Fiecare factor a luat pe rând valori de la zero la sută la sută, ceilalți factori *caeteris paribus*.



Rezultatele simulării pentru valorile aferente lunii martie 2005 indică câteva concluzii interesante:

¹⁴ Prezența constrângerilor de lichiditate a fost îndelung considerată o încălcare a modelelor aferente teoriilor dezvoltate de Modigliani și Friedman privind ciclul de viață al economisirii. Hall (1978) propune o modificare a modelului standard ce ține seama de acest tip de constrângeri, respectiv luarea în considerare a ponderii populației (λ) care nu se poate îndatora pe baza venitului și averii viitoare, fiind nevoită să consume din venitul curent. Hall și Mishkin (1982) au estimat că λ în cazul populației americane era între 20 la sută și 30 la sută. Pentru populația Marii Britanii, Bayoumi (1993) estimează un λ de 60 la sută anterior dereglementării financiare din anii '80, această pondere diminuându-se la 30 la sută în 1987. Jappelli și Pagano (1989) au demonstrat prezența constrângerilor de lichiditate prin asocierea proporției λ unor aspecte instituționale specifice pieței creditului.

Hall, R., 1978, "Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: theory and evidence", Journal of political economy, decembrie, pg. 971-87.

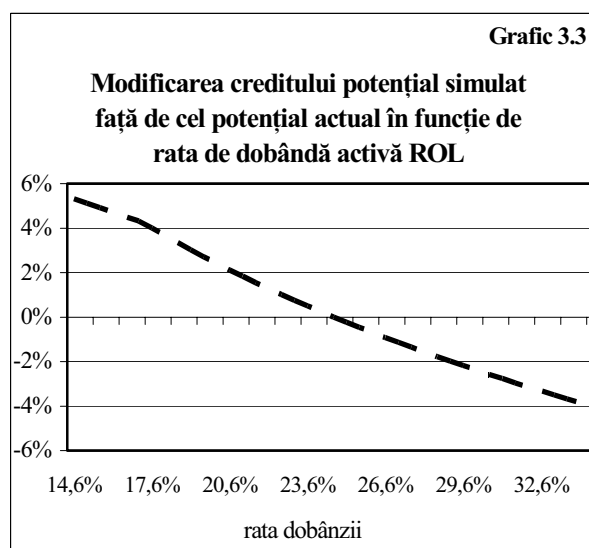
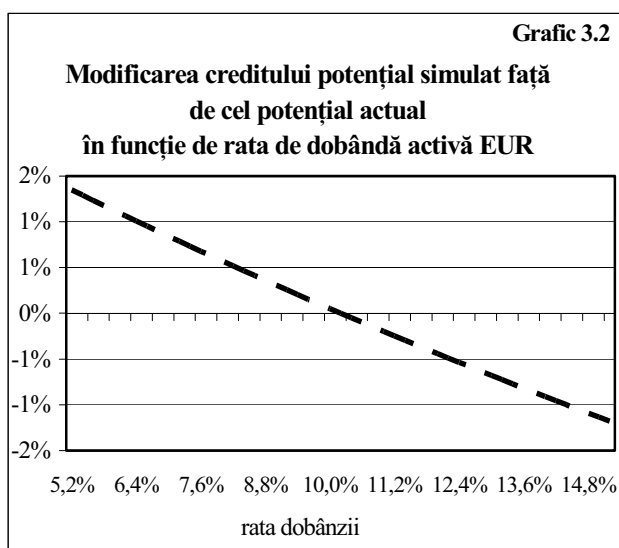
Hall, R., Mishkin, R., 1982, "The sensitivity of consumption to transitory income: estimates from panel data", Econometria, vol 50, nr 2, pg. 461-82.

Bayoumi, T., 1993, "Financial deregulation and consumption in the United Kingdom", Review of economic statistics, vol 75, pg. 536-9.

Jappelli, T., Pagano, M., 1989, "Consumption and capital market imperfections: an international comparison", American economic review, vol 79, pg. 1088-113.

- (a) Impactul cel mai puternic asupra diminuării creditului potențial al populației îl are creșterea a avansului pentru creditul ipotecar, ceea ce echivalează cu o scădere a LTV_i ;
- (b) Un nivel al LTV_i mai mare sau egal cu 84 la sută, ceilalți factori fiind constanți, plafonează la 38,37 la sută creșterea creditului potențial față de nivelul potențial actual și implicit sporirea gradului de îndatorare potențial.
- (c) Un nivel al LTV_c mai mare sau egal cu 49 la sută, ceilalți factori fiind constanți, nu are nici un efect asupra creditului potențial maximal aferent populației.
- (d) O creștere cu 1 punct procentual a ponderii serviciului datoriei pentru creditul de consum în salariile nete anuale (z_c), *caeteris paribus*, generează o creștere de 1,4 puncte procentuale a creditului potențial simulat față de cel potențial actual.
- (e) Un nivel al z_i mai mare sau egal cu 50 la sută, *caeteris paribus*, induce o creștere constantă de 1,63 la sută a creditului potențial față de cel potențial în condițiile actuale. În cazul unei restricționări mai puternice a creditului ipotecar, printr-un z_i inferior nivelului de 20 la sută, o scădere cu 1 punct procentual a z_i duce la diminuarea cu 2,8 puncte procentuale a creditului potențial simulat față de cel potențial în condițiile actuale.

Simularea unor variații ale ratelor de dobândă atât pentru activele în lei, cât și pentru cele exprimate în valută a validat existența unei relații inverse între respectivele variabile și creditul acordat. O sensibilitate mai ridicată se observă în cazul variațiilor de dobândă la activele în lei: o scădere cu 1 punct procentual a acestei rate, *caeteris paribus*, induce o creștere de 0,4 puncte procentuale a creditului potențial simulat față de cel potențial aferent condițiilor actuale. În cazul dobânzii pentru activele în valută, scăderea cu 1 punct procentual generează o creștere de aproximativ 0,3 puncte procentuale a creditului potențial simulat față cel potențial specific restricțiilor de lichiditate actuale.



În concluzie, simulările au relevat că impunerea de restricții de lichiditate pentru creditul acordat populației va avea ca efect diminuarea creditului potențial cu maximum 60 la sută, *caeteris paribus*. Ținând seama că nivelul efectiv al creditului este în prezent cu mult sub nivelul potențial de creștere, rezultă că introducerea restricțiilor menționate ar putea să nu aibă un impact semnificativ asupra creșterii efective a creditului acordat populației. De aceea, în eventualitatea în care temperarea dinamicii excesive a acestui tip de credit apare ca o necesitate, trebuie identificate alte modalități coercitive (de exemplu, impunerea de plafoane de creditare, cu efect însă extrem de dramatic). O altă concluzie a simulărilor este aceea că diminuarea creditului potențial este mai eficientă prin impunerea restricțiilor de lichiditate asupra creditului destinat achiziționării de bunuri imobiliare. Cea mai mică reacție în sensul reducerii valorii creditului potențial a fost obținută prin creșterea ratelor dobânzii (atât pe EUR, cât și pe ROL).

4. CONCLUZII ȘI POSIBILE MĂSURI DE ACȚIUNE

Studiul a arătat că riscurile induse de populație asupra sistemului financiar au crescut atât ca urmare a modificărilor pe partea de activ, cât și pe cea de pasiv, dar fără a exista îngrijorări în ceea ce privește impactul acestora asupra stabilității financiare. Riscurile mai mari ale populației pe partea de activ bilanțier se datorează modificărilor în structura plasamentelor, în sensul scăderii ponderii depozitelor la bănci și a deținerilor de numerar în favoarea plasamentelor aferente pieței de capital. Această modificare de structură are capacitatea de a crește rentabilitatea activelor populației, dar costul se va traduce în riscuri mai mari generate de creșterea volatilității portofoliului deținut.

Pe partea pasivelor, riscul deteriorării semnificative a capacității debitorilor de a-și onora serviciul datoriei rămâne redus. Cu toate acestea, tendința actuală de creștere a gradului de îndatorare determină o vulnerabilitate mai mare a populației la modificările ratei dobânzii, ale venitului disponibil și ale prețurilor activelor financiare și nefinanciare. În ceea ce privește apelarea la restricții de lichiditate (de tipul plafonării ponderii creditului în valoarea bunului de finanțat sau a ponderii serviciului datoriei în venitul disponibil), simulările au arătat că efectul asupra creșterii creditului este destul de redus.

Expansiunea îndatorării populației poate avea și efecte benefice pe termen lung asupra stabilității financiare, ca urmare a funcției sociale foarte importante pe care o are creditarea asupra populației, respectiv disciplinarea acesteia. În acest sens, credem că treptat, pe măsură ce ponderea populației care se îndatorează va crește, iar mecanismul coercitiv al birourilor de credit se va amplifica, populația va fi mult mai preocupată de identificarea măsurilor în vederea menținerii sau chiar creșterii veniturilor disponibile (creșterea productivității muncii, preocupări de îmbunătățire a pregătirii profesionale, găsirea unui loc de muncă suplimentar etc.).

O altă concluzie a studiului se referă la dinamica economisirii și a consumului populației. Astfel, îmbunătățirea condițiilor macroeconomice, a celor de finanțare și dorința populației de creștere a nivelului de trai pledează în direcția expansiunii consumului, în special către bunuri superioare. În condițiile în care oferta internă pentru astfel de bunuri nu va fi capabilă să satisfacă exigențele cererii, este posibil să asistăm la o nouă creștere a deficitului de cont curent. În ceea ce privește economisirea, nivelul și dinamica acesteia nu ridică probleme în prezent la nivel macroeconomic, dar reprezintă o preocupare la nivel microeconomic în condițiile reformării întârziate a sistemului de pensii și ale posibilității creșterii ponderii cheltuielilor cu asistența medicală și educația în bugetul populației.

Ca o imagine de ansamblu, populația, prin acțiunile sale, nu determină în prezent riscuri sistemice asupra sistemului financiar din România, dar există câțiva germeni nocivi care pot genera în viitor probleme. De aceea, considerăm că din punct de vedere al stabilității financiare este mult mai eficientă adoptarea unei atitudini proactive în vederea limitării potențialelor riscuri identificate. În acest sens, considerăm utile următoarele măsuri:

1. Din studiu a rezultat că ponderea creditelor în valută acordate populației a înregistrat o expansiune semnificativă și că există posibilitatea ca această tendință să se mențină și în viitor, atâta timp cât moneda națională se va aprecia față de principalele devize, iar rata dobânzii pentru creditele în valută va fi mai mică decât cea în lei. Totuși, deși acest comportament economic al populației este direcționat către diminuarea costurilor cu îndatorarea, o evoluție nefavorabilă și de durată a monedei naționale va determina un șoc asupra serviciului datoriei populației și implicit asupra capacității de onorare a acestuia, cu consecințele negative asupra creditorilor (care provin în majoritate covârșitoare din sectorul bancar).

În condițiile în care cerințele de capital nu sunt suficiente pentru acoperirea unei asemenea pierderi neașteptate (nivelul capitalului reglementat este inferior celui economic), instituțiile de credit ar putea face față cu dificultate unei asemenea situații. De aceea, propunem promovarea de măsuri astfel încât instituțiile de credit să aplice o pondere de risc mai mare debitorilor care obțin venituri într-o monedă și au datorii în alta (*unhedged borrower*). Această abordare prudentă este în spiritul modificărilor care vor fi aduse prin directivele ce transpun și implementează Basel II. De altfel, utilizarea modelelor interne în scopul cuantificării cerințelor de capital ar trebui să genereze cerințe de capital la un nivel cât mai apropiat de cel al riscului asumat, ceea ce ar presupune ca ponderea de risc aferentă debitorilor neacoperiți să fie superioară. Mai mult, dacă se consideră oportun, se poate extinde analiza pentru un debitor neacoperit la riscul de curs de schimb prin luarea în calcul nu doar a veniturilor sale, ci și a deținerilor de active financiare (transformate din variabile stoc în variabile flux și eventual ponderate cu un coeficient de risc și de lichiditate).

Estimăm că unul din efectele unei asemenea măsuri ce va determina creșterea cerințelor de capital pentru expunerea față de debitorii neacoperiți este majorarea ratei dobânzii active pentru creditele în valută, cu impact asupra reducerii cererii de acest tip.

2. În ultima perioadă, tot mai multe societăți financiare nebancale sau de intermediere a creditului au găsit oportunități semnificative prin oferirea de credite de consum populației. Aceste entități, însă, nu trebuie să respecte cerințele de prudență așa cum este cazul instituțiilor de credit, ceea ce permite soluții de arbitrajare a capitalului. Mai mult, respectivele societăți nu sunt obligate să raporteze vreunei autorități sau entități specializate în gestionarea datelor privind debitorii, ceea ce crește asimetria de informații în defavoarea instituțiilor de credit. Totodată, expansiunea acestor modalități de creditare poate conduce la o creștere a gradului de îndatorare a populației foarte rapidă, dar care să nu poată fi înregistrată ca atare în analizele de stabilitate financiară din lipsa datelor statistice, cu consecințele de rigoare în ceea ce privește subevaluarea pasivelor populației.

O soluție pentru evitarea acestei situații este promovarea unui proiect de lege prin care toate societățile (bancale și nebancale) să raporteze fie la Centrala Riscurilor Bancare din cadrul BNR, fie la un birou de credit, o serie de indicatori privind debitorii. Totodată, în

vederea redactării respectivului proiect de lege se poate considera și ideea extinderii măsurilor de prudență financiară în ceea ce privește gradul de îndatorare a populației.

3. Anticipăm că pe măsură ce piața financiară din România se va maturiza, iar produsele financiare vor deveni mai complexe, riscurile cu care se va confrunta populația vor crește semnificativ, iar procesul de management al acestora va deveni tot mai dificil. Având în vedere că un sistem financiar este considerat stabil și dacă are capacitatea de a aloca eficient resursele, iar riscul să fie cuantificat și gestionat corect de către participanți, rezultă că autoritățile statului trebuie să adopte o atitudine mult mai activă în a crește gradul de cultură financiară a populației.

În fapt, educația financiară a populației este în prezent amplu analizată în numeroase țări, ca urmare a proliferării serviciilor financiare și a rolului important al populației atât în dezvoltarea piețelor financiare, cât și în formarea cererii de creditare. Într-o piață competitivă și complexă a serviciilor financiare este esențial ca toți consumatorii să aibă un nivel de cunoaștere și capabilitate în a evalua produsele și serviciile concurente care le satisfac nevoile pe termen scurt sau lung. Ca orice formă de învățare, educația financiară reprezintă un proces care ar trebui să înceapă la o vârstă fragedă, continuându-se de-a lungul întregii vieți.

Având în vedere că populația este responsabilă de propriile decizii de îndatorare sau economisire, iar sarcina principală a sectorului public este de a reglementa și de a supraveghea corespunzător sistemul financiar, nevoia de educație financiară se accentuează. Sectorul public ar trebui să colaboreze cu cel privat în promovarea acestei educații, simpla furnizare a unor informații exhaustive despre produsele și serviciile financiare nesubstituind înțelegerea și educarea populației. Rolul jucat de sectorul privat în acest proces poate lua forma susținerii financiare a unor programe de acest gen, dar și educarea propriu-zisă a clienților.

În ceea ce privește măsurile concrete pe care, de exemplu, banca centrală le poate iniția în vederea creșterii gradului de cultură financiară a populației, propunem următoarele posibile soluții:

- accentuarea preocupărilor privind cercetarea în domeniul stabilității financiare și diseminarea rezultatelor către publicul larg;
- completarea planului de învățământ al Institutului Bancar Român cu discipline care pun accent pe evaluarea și gestionarea riscurilor sistemice asupra stabilității financiare.

În opinia noastră, implicarea băncii centrale în susținerea gradului de cultură financiară a populației este nu numai o necesitate în contextul obiectivului de asigurare și menținere a stabilității financiare, dar va avea și implicații pozitive asupra imaginii BNR de promotor al preocupărilor de creștere a nivelului de educație financiară a populației.

4. Analizele privind stabilitatea financiară vor deveni tot mai complexe, iar rolul indicatorilor-suport în aceste analize va deveni extrem de important. Este vorba nu numai de problema disponibilității datelor statistice în vederea calculării respectivilor indicatori, dar și de posibilitatea aplicării unei metodologii unitare astfel încât rezultatele obținute să poată avea un grad de comparabilitate mulțumitor. Această ultimă cerință este importantă nu numai în vederea efectuării de analize comparative cu alte tendințe din alte sisteme financiare, dar și pentru ca BNR să poată transmite entităților interesate (de exemplu Banca Centrală Europeană) setul de indicatori obținuți conform unei metodologii unitare.

Acest studiu a relevat că cel puțin pentru identificarea posibilelor pericole asupra stabilității financiare care pot veni din direcția populației, datele statistice sunt extrem de sărace. Cea mai mare problemă este cea legată de indicatorii cu privire la activele imobiliare, unde în România nu există aproape nici o referință, în timp ce în multe țări dezvoltate s-a trecut la etapa analizelor de finețe. Cum de regulă băncile centrale sunt cele care elaborează asemenea analize, ar putea apărea situația nu numai de a nu reuși să îndeplinim atribuțiile în domeniul stabilității financiare pentru că nu se pot surprinde unele riscuri foarte importante, dar și posibilitatea deteriorării imaginii BNR în rândul celor interesați de domeniul stabilității financiare.

Ca urmare, considerăm utilă demararea discuțiilor cu Institutul Național de Statistică, Ministerul Finanțelor Publice, Uniunea Națională a Agențiilor Imobiliare, Asociația Română a Agențiilor Imobiliare și cu Uniunea Națională a Notarilor Publici din România în vederea înființării unei baze de date privind prețul activelor imobiliare. Utilizarea acestei baze de date este necesară nu numai din considerente de analiză a evoluțiilor prin prisma stabilității financiare, ci și pentru analize de politică monetară sau alte studii de specialitate. În aceeași ordine de idei, la fel de utile se pot dovedi colaborările cu cele două asociații de leasing din România, cu Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, cu Comisia de Supraveghere a Asigurărilor și cu societățile de intermediere a creditului în vederea construirii bazei de date pentru analizarea celorlalte riscuri asupra stabilității financiare.

5. Numeroase studii și analize asupra rolului populației în asigurarea și menținerea stabilității financiare au arătat că setul clasic de indicatori uzitați în acest sens nu are capacitatea de a surprinde exact riscurile și tendințele ce se manifestă în domeniul stabilității financiare. De aceea, foarte utile în acest sens sunt anchetele realizate în structura populației.

Având în vedere discrepanțele semnificative existente în prezent în România (urban-rural, bogați-săraci, tineri-bătrâni etc.) rezultă că este posibil ca în structură, anumite categorii de populație să se confrunte cu riscuri mult mai mari decât cele surprinse în prezentul studiu. Dacă aceste categorii dețin o pondere importantă, rezultă că impactul asupra stabilității financiare ar putea fi mai mare decât cel evidențiat doar cu ajutorul indicatorilor uzuali.

De aceea, considerăm că pentru a construi o imagine de ansamblu mai fidelă asupra riscurilor pe care populația le poate genera asupra stabilității financiare, poate fi utilă inițierea discuțiilor cu Institutul Național de Statistică în vederea realizării de către acesta a unei anchete statistice privind gradul de îndatorare a populației, surprinzând însă discrepanțele sociale semnificative amintite mai sus. Menționăm că aceste anchete sunt destul de uzuale în cadrul analizelor de stabilitate financiară realizate de către băncile centrale din spațiul Uniunii Europene.