

**Academia de Administrare Publică**

**Viorica LOPOTENCO**

**DEZVOLTAREA SISTEMULUI FINANCIAR  
AL REPUBLICII MOLDOVA  
ÎN CONDIȚIILE NOII ARHITECTURI FINANCIARE  
INTERNAȚIONALE**

**Monografie**

**Chișinău, 2021**

**CZU 336(478):339.7**

**L 78**

Monografia ”*Dezvoltarea sistemului financiar al Republicii Moldova în condițiile noii arhitecturi financiare internaționale*” a fost examinată și aprobată pentru editare la ședințele Catedrei ”Economie și Management Public” (procesul verbal nr.2 din 28 septembrie 2021), Consiliului Departamentului Studii Superioare de Masterat (procesul verbal nr. 2 din 18 octombrie 2021), Comisiei de Asigurare a Calității a AAP (procesul verbal nr. 1 din 20 octombrie 2021), Consiliului Științific al AAP (procesul verbal nr. 1 din 04 noiembrie 2021).

**Referenți:** Lilia DRAGOMIR, conf. univ. dr., AAP  
Alla DAROVANNAIA, conf. univ. dr., ASEM  
Ghenadie CIOBANU, conf. univ. dr., ARTIFEX București, România

**Descrierea CIP a Camerei Naționale a Cărții**

**Dezvoltarea sistemului financiar al Republicii Moldova în condițiile noii arhitecturi  
financiare internaționale**

Monografie/ Viorica Lopotenco; Academia de Administrare Publică. – Chișinău: S.n., 2021  
(Tipogr.””). – 193 p.

Bibliogr.; p.176-186 (211 tit.). – Referințe bibliogr. în paranteze – ex.

**Autor:** © Viorica Lopotenco, conf. univ. dr.

**ISBN 978-9975-3182-9-7.**

## CUPRINS

<b>INTRODUCERE</b>	<b>4</b>
<b>Capitolul 1. FUNDAMENTE TEORETICE PRIVIND INCIDENȚA ARHITECTURII FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA SISTEMELOR FINANCIARE NAȚIONALE</b>	<b>7</b>
1.1. Conceptul sistemului monetar financiar internațional în raport cu sistemele financiare naționale	7
1.2. Fundamentări analitice privind dezvoltarea sistemului financiar	14
1.3. Repere conceptuale privind incidența arhitecturii financiare internaționale asupra sistemelor financiare naționale	21
<b>Capitolul 2. TRANSPUNEREA NOII ARHITECTURI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA SISTEMELOR FINANCIARE NAȚIONALE</b>	<b>31</b>
2.1. Mecanismul funcționării arhitecturii financiare internaționale	31
2.2. Impactul noii arhitecturi financiare internaționale asupra configurației sistemelor financiare naționale	51
2.3. Particularitățile arhitecturii financiare din Republica Moldova	68
<b>Capitolul 3. DEZVOLTAREA SISTEMULUI FINANCIAR AL REPUBLICII MOLDOVA ÎN CONDIȚIILE NOII ARHITECTURI FINANCIARE INTERNAȚIONALE</b>	<b>86</b>
3.1. Cadrul metodologic al dezvoltării sistemului financiar	87
3.2. Evaluarea perspectivei dezvoltării sistemelor financiare naționale	99
3.3. Sistemul financiar al Republicii Moldova între consolidare și eficiență în contextul noii arhitecturi a sistemului monetar financiar internațional	112
<b>Capitolul 4. RACORDAREA SISTEMULUI FINANCIAR AL REPUBLICII MOLDOVA LA PROVOCĂRILE SISTEMULUI MONETAR FINANCIAR INTERNAȚIONAL</b>	<b>125</b>
4.1. Funcționarea sistemului monetar financiar internațional sub incidența metamorfozelor economice globale	125
4.2. Poziția externă a Republicii Moldova în fața provocărilor sistemului monetar financiar internațional	145
4.3. Impactul modificărilor sistemului monetar financiar internațional asupra arhitecturii financiare a Republicii Moldova	163
<b>CONCLUZII</b>	<b>172</b>
<b>BIBLIOGRAFIE</b>	<b>174</b>
<b>ANEXE</b>	<b>185</b>

## INTRODUCERE

Modificările ample ale sistemelor financiare înregistrate în ultimele decenii au avut repercusiuni asupra consolidării unor noi forme de relații monetare și financiare. Drept urmare, s-a impus o analiză a spațiului financiar, a relațiilor dintre practicile finanțelor globale și politicilor care vizează asigurarea dezvoltării integrate a economiilor naționale, precum și adaptarea instituțiilor financiare naționale la tendințele dominante în relațiile monetare și financiare din punctul de vedere al răspândirii în societate a componentei financiare.

Centrul „gravitației” economice globale continuă să se schimbe pe măsură ce piețele emergente și țările în curs de dezvoltare se integrează, în continuare, în economia globală. În același timp, interconectarea financiară a devenit mai pronunțată, ciclurile financiare au crescut în amplitudine și durată, fluxurile de capital au devenit mai volatile, iar non-băncile au căpătat importanță, modificând natura riscului sistemic. În plus, șocurile de origine noneconomică - fluxurile de refugiați, declanșate de conflicte geopolitice și epidemii globale - afectează unele țări și regiuni și, dacă nu sunt controlate, ar putea avea efecte semnificative asupra economiei globale. Un astfel de șoc, provocat de criza pandemică, îl resimte puternic în prezent economia mondială. Totodată, un impuls enorm de dezvoltare a sistemelor financiare, dar și a acumulării unui șir de riscuri este provocat de tehnologiile „înalte” și, în special, de creșterea rapidă a FinTech și a monedelor digitale. Aceste schimbări au implicații importante pentru funcționarea eficientă a sistemelor financiare naționale. Mai mult, sistemul monetar financiar internațional, având ca obiectiv general de a promova creșterea economică globală sustenabilă și prosperitatea, trebuie să sprijine un mediu în care țările cu piețe emergente și țările în curs de dezvoltare să poată continua să convergă în siguranță la nivelurile de venituri ale țărilor cu economii avansate. În aceste condiții, și economia Republicii Moldova, fiind una mică și deschisă, este supusă tuturor proceselor derulate în cadrul sistemului monetar financiar internațional. Fenomenele complexe ce se înregistrează în arhitectura sistemului monetar financiar internațional au repercusiuni în funcționarea sistemului financiar al Republicii Moldova.

Astfel, cercetarea sistemului financiar al Republicii Moldova prin prisma complexității va contribui la definirea componentelor sistemului, la determinarea interacțiunilor dintre elementele funcționale și caracteristicile sistemului financiar, dar și la identificarea considerentelor, care pot genera diverse stări de sistem.

Modificările ample ale sistemelor financiare înregistrate în ultimele decenii au avut repercusiuni asupra consolidării unor noi forme de relații monetare și financiare. Drept urmare, s-a impus o analiză a spațiului financiar, a relațiilor dintre practicile finanțelor globale și politicilor care vizează asigurarea dezvoltării integrate a economiilor naționale, precum și adaptarea

instituțiilor financiare naționale la tendințele dominante în relațiile monetare și financiare din punctul de vedere al răspândirii în societate a componentei financiare.

Centrul „gravitației” economice globale continuă să se schimbe pe măsură ce piețele emergente și țările în curs de dezvoltare se integrează, în continuare, în economia globală. În același timp, interconectarea financiară a devenit mai pronunțată, ciclurile financiare au crescut în amplitudine și durată, fluxurile de capital au devenit mai volatile, iar non-băncile au căpătat importanță, modificând natura riscului sistemic. În plus, șocurile de origine noneconomică - fluxurile de refugiați, declanșate de conflicte geopolitice și epidemii globale - afectează unele țări și regiuni și, dacă nu sunt controlate, ar putea avea efecte semnificative asupra economiei globale. Un astfel de șoc, provocat de criza pandemică, îl resimte puternic în prezent economia mondială. Totodată, un impuls enorm de dezvoltare a sistemelor financiare, dar și a acumulării unui șir de riscuri este provocat de tehnologiile „înalte” și, în special, de creșterea rapidă a FinTech și a monedelor digitale. Aceste schimbări au implicații importante pentru funcționarea eficientă a sistemelor financiare naționale. Mai mult, sistemul monetar financiar internațional, având ca obiectiv general de a promova creșterea economică globală sustenabilă și prosperitatea, trebuie să sprijine un mediu în care țările cu piețe emergente și țările în curs de dezvoltare să poată continua să convergă în siguranță la nivelurile de venituri ale țărilor cu economii avansate. În aceste condiții, și economia Republicii Moldova, fiind una mică și deschisă, este supusă tuturor proceselor derulate în cadrul sistemului monetar financiar internațional. Fenomenele complexe ce se înregistrează în arhitectura sistemului monetar financiar internațional au repercusiuni în funcționarea sistemului financiar al Republicii Moldova.

Astfel, cercetarea sistemului financiar al Republicii Moldova prin prisma complexității va contribui la definirea componentelor sistemului, la determinarea interacțiunilor dintre elementele funcționale și caracteristicile sistemului financiar, dar și la identificarea considerentelor, care pot genera diverse stări de sistem.

În acest context prezenta lucrare își propune drept obiectiv fundamental: identificarea și fundamentarea teoretică - metodologică a dominantelor pentru dezvoltarea arhitecturii sistemului monetar financiar internațional și a efectelor propagării acestora asupra sistemelor financiare naționale, în special a țărilor emergente, după exemplul Republicii Moldova, pentru elucidarea celor mai optime soluții de reconfigurare.

Monografia este concepută cu următoarea structură: introducere, patru capitole, bibliografie și anexe.

Primul capitol *„Fundamente teoretice privind incidența arhitecturii financiare internaționale asupra sistemelor financiare naționale”* prezintă bazele teoretice și conceptele arhitecturii financiare internaționale și dezvoltării sistemelor financiare. Sistemul financiar este

abordat în calitate de catalizator al creșterii economice. În ultimul compartiment al capitolului sunt identificate implicațiile noii arhitecturi financiare internaționale asupra dezvoltării sistemelor financiare naționale.

În capitolul 2 „*Transpunerea noii arhitecturi financiare internaționale asupra sistemelor financiare naționale*” prezintă mecanismul funcționării arhitecturii financiare internaționale. În acest sens, autorul pune accentul cu similitudinea lui cu mecanismul unui sistem software. Totodată, sunt analizate particularitățile arhitecturii financiare a Republicii Moldova.

Capitolul 3 „*Dezvoltarea sistemului financiar al Republicii Moldova în condițiile noii arhitecturi financiare internaționale*” propune o metodologie de evaluare a perspectivei sistemelor financiare naționale pe baza construirii unui indice compozit. Indicele compozit al perspectivei financiare a fost construit prin agregarea a trei subindici: subindicele cantitativ; subindicele calitativ și subindicele infrastructurii financiare. indicele perspectivei financiare este calculat pentru 139 de state ale lumii, perioada 2014-2019. În finalul capitolului autorul analizează perspectivele dezvoltării sistemului financiar al Republicii Moldova.

Capitolul 4 „*Racordarea sistemului financiar al Republicii Moldova la provocările sistemului monetar financiar internațional*” analizează poziția externă a Republicii Moldova în fața provocărilor sistemului monetar financiar internațional. În partea a doua a capitolului este evaluat impactul modificărilor sistemului monetar financiar internațional asupra arhitecturii financiare a Republicii Moldova.

# Capitolul 1. FUNDAMENTE TEORETICE PRIVIND INCIDENȚA ARHITECTURII FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA SISTEMELOR FINANCIARE NAȚIONALE

*„Suntem căutători de adevăr,  
dar nu suntem posesorii lui “*

*Karl Raimund Popper*

Procesul dezvoltării omului și a formării lui ca ființă socială este o transformare complexă, dimensionată în secole, a căilor și a mecanismelor de consolidare a elementelor socializării lui în forma unor reguli scrise și nescrise, legi, norme, societăți, sisteme.

Scenariul procesului istoric se poate prezenta ca un sistem al provocărilor și al răspunsurilor. Problemele acumulate în fața societății își caută soluționarea, care prin urmare se descoperă într-o formă sau alta. Din acest moment, evoluția își schimbă direcția și, astfel, în locul problemelor anulate apar altele, noi. De aceea, răspunsul la oricare din provocările istorice în nici un caz nu înseamnă stoparea transformărilor: fiecare din problemele rezolvate conduce la apariția unor noi provocări, deseori mai fundamentale și mai complicate decât cele precedente.

Dinamica vieții, sfidările impuse de risc și incertitudine reclamă din partea societății un nou efort creativ de natură să conducă la reconstruirea și recucerirea noțiunii de progres. Nu există o altă cultură umană reală decât cea care poate fi întâlnită în procesul de creație în contextul vieții reale, în producerea și continua testare a fiecăruia dintre multiplele noastre eforturi și a imaginii viitorului, pe care am modela-o pentru noi înșine.

Iar istoria ideilor, a utopiei, a filosofiei este strâns legată de istoria faptelor de toate genurile și, în mod special, de istoria dezvoltării economice.

## **1.1. Conceptul sistemului monetar financiar internațional în raport cu sistemele financiare naționale**

Cercetarea sistemelor economice ne apropie spre înțelegerea mai profundă a bazelor funcționării economiei de piață contemporane, în care progresul tehnico-științific inevitabil generează apariția unor noi tehnologii „înalte”, subramuri informaționale și „noi” piețe financiare calitative.

Categoria sistemică de generalizare a activității financiar-monetare internaționale apare sub forma de *sistem monetar financiar internațional* cu posibilități sigure de reglare a activităților proprii sistemului, dar care poate influența economia mondială sau chiar și societatea umană.

Cunoașterea aspectului de conținut al sistemului financiar internațional (SMFI) trebuie să pornească, în mod logic, de la abordarea sistemică. Această abordare permite o analiză cantitativă

și calitativă a dezvoltării și a funcționării SMFI, reieșind din natura și specificul său, care ne înclină spre utilizarea conceptului de sinergie și a teoriei haosului.

Știința economică se află într-o continuă schimbare. În ultimele decenii, aceasta a generat o serie de noi abordări. Una dintre cele mai promițătoare - economia complexității - a fost inițiată, în anii 1980 - 1990 de o mică echipă de la Institutul Santa Fe, condusă de economistul și teoreticianul complexității, **W. Brian Arthur**. Cadrul tradițional vede comportamentul în economie ca într-o stare de echilibru. Oamenii din economie se confruntă cu probleme bine definite și folosesc raționamente deductive perfecte, pentru a-și justifica acțiunile. Cadrul complexității, în schimb, percepe economia întotdeauna ca un proces pe care își bazează acțiunile în continuă schimbare. Indivizii încearcă să înțeleagă situațiile cu care se confruntă folosind orice raționament, pe care îl au la îndemână și, împreună, creează rezultate la care trebuie să reacționeze individual. Economia rezultată nu este o mașină bine condusă, ci un sistem complex în evoluție, care este imperfect, construindu-se mereu din nou și plin de vitalitate (Arthur, 2014). Noua viziune o completează și o extinde pe cea standard și ajută la găsirea răspunsurilor la multe întrebări: De ce bursa arată stări de spirit psihologic? De ce piețele de înaltă tehnologie tind să se blocheze la dominația unuia sau a doi jucători foarte mari? Cum se formează economiile și cum se modifică structura lor pe parcursul timpului? Echipa condusă de W. Brian Arthur a folosit în cercetări calculul evolutiv, modelarea bazată pe agenți și psihologia cognitivă. Lucrările acestei echipe acoperă subiecte dispersate precum modul în care piețele financiare se formează din convingeri, modul în care tehnologia evoluează pe o perioadă îndelungată; de ce sistemele și birocratiile se complică pe măsură ce evoluează și cum pot fi prevăzute și prevenite crizele financiare.

Conceptul haosului este tot mai utilizat în ultimul timp în literatura economică, în special în cercetarea fenomenului mondo-financiar. Astfel, în articolul lor „Un punct de cotitură a SMFI”, **Alar Tamming** și **Krassimir Petrov** conturează că una dintre proprietățile teoriei haosului este, că în punctul de bifurcație, nu putem cunoaște, eventual, care va fi arhitectura noului SMFI. În accepțiunea autorilor ea este opusă celei precedente. În termeni hegelieni, aceasta este natura dialectica de creștere și dezvoltare, în cazul în care un stadiu actual în spirala dezvoltării este înlocuit cu un nivel mai înalt, dialectic opus. Următoarea etapă o neagă complet pe cea anterioară, în timp ce se rezolvă complet toate problemele. Mai târziu, noul sistem ajunge la un nou punct de bifurcație și, aparent, revine la stadiul anterior de dezvoltare, însă la un nivel superior (Tamming and Petrov, 2009). În acest sens, este foarte probabil că vechiul SMFI va fi înlocuit cu un sistem nou, mai eficient.

**Paul Bran** consideră că societatea, în ansamblul său, este privită ca un sistem complex, de tipul sistemelor deschise, disipative. (Bran, 1995) Aceste sisteme, după concepția laureatului Premiului Nobel pentru Chimie, **Ilya Prigogine** (Пригожин, 1985), se află într-un permanent



schimb de substanță, energie, și informație cu mediul înconjurător, fiind considerate sisteme departe de echilibru.

Din aceste însușiri, după Paul Bran, desprindem regulile de funcționare ale unui sistem inclusiv ale SMFI, precum și direcțiile de acțiune pentru reglarea operativă a modului de lucru din cadrul sistemului respectiv. Potrivit lui, activitatea financiară și monetară internațională, pe parcursul ultimelor secole, încearcă, în diferite momente, să formeze o structură organizatorică internațională, cu misiunea de a constitui **Conexiunea inversă de autoreglare**. (Bran, 1995)

Conexiunea inversă (feedback) este caracteristica de bază a unui sistem viabil și permite autoreglarea acestuia sub impulsul stărilor proprii și ca urmare a semnalelor primite din mediul ambiant al sistemului în cauză.

Astfel, pentru SMFI, conexiunea inversă de autoreglare cuprinde instituții, metode, mijloace și idei (concepte teoretice), prin intermediul cărora se corectează, cantitativ și calitativ, produsele sistemului, în conformitate cu cerințele beneficiarilor acestor produse și cu posibilitățile reale ale momentului respectiv (Bran, 1995).

Instituțiile create pe plan internațional cu scop de reglare operativă și pe termen lung a activității financiare și monetare sunt reprezentate, în principal, de instituțiile financiar-monetare internaționale, de conferințele și reuniunile financiar monetare internaționale, de structurile naționale, regionale și internaționale cu rol de reglare a piețelor monetară, financiară și de credit.

În literatura de specialitate din Rusia un aport deosebit cercetării SMFI în contextul teoriei haosului îl aduce **Vasilii Iachimchin** (Якимкин, 2001). Acest cercetător, în special, studiază piețele financiare internaționale, care sunt componentele SMFI.

Potrivit lui, autoorganizarea obiectelor este un fapt dovedit științific. În prezent, când a devenit clar că piețele financiare sunt niște sisteme neliniare, sinergia permite să utilizeze conceptul neliniar în analiza economică a piețelor și să explice mai clar natura lor, inclusiv evoluțiile lor ulterioare. Chiar dacă asupra pieței nu influențează factori exogeni, aceasta va funcționa în continuare și se va dezvolta haotic în direcții aleatorii, pe care ea singură va încerca să le ordoneze cu ajutorul sistemului, reieșind din haosul anterior. În cazul în care un sistem vrea să supraviețuiască, el trebuie să evolueze. Prin urmare, în realitate, o economie sănătoasă de piață tinde nu spre echilibru, dar spre creștere și dezvoltare.

Piețele financiare sunt în permanentă mișcare, interacțiune cu mediul extern, prelucrând informații și realizând feedback-uri. Stadiul dinamic de liniște se intercalează cu etape atât de complexe, încât apare impresia de haos total și imprevizibil. Ordinea se naște din dezordine în procesul de autoorganizare, dar, la un moment dat, slăbit de stabilitate, sistemul dinamic re creează haosul. În asemenea momente, metodele tradiționale de analiză a piețelor financiare sunt inadecvate și inefficiente (Lopotenco, 2012).

Pentru a înțelege mai bine deficiențele paradigmei liniare, cercetătorul rus încearcă să analizeze postulatele de bază ale acesteia în cercetarea SMFI.

*În primul rând*, potrivit paradigmei liniare, fără influențe externe, orice sistem, inclusiv cel valutar, tinde spre echilibru: cererea este egală cu oferta, totul este stabil. În realitate nu este așa, drept exemplu, poate servi volatilitatea de pe piața valutară.

*În al doilea rând*, teoria liniară se bazează pe faptul că piețele nu au memorie: noutatea a fost primită, piața a reacționat imediat și a uitat. Aceasta este o presupunere total greșită, pentru că fiecare actor de pe piețele SMFI are propria sa istorie, opinie, și inerție. Condițiile inițiale și momentele speciale, atunci când a apărut știrea în teoria liniară, de asemenea, este ignorată – se consideră că o noutate separată nu poate schimba piața.

Teoria reflexivității, elaborată de **George Soros**, în contrast, constată că participanții de pe piață (sau, mai degrabă, modul lor de gândire) afectează situația actuală și preferințele lor conduc la un echilibru irealizabil (Soros, 2008). Fiecare participant al piețelor financiare activează neliniar pe piață, pornind, în momentul intrării pe piață, de la rezultatele tranzacțiilor anterioare, de la experiențele din trecut și de la noile informații, asimilate cu erori și pierderi.

*În al treilea rând*, paradigma liniară susține că piețele sunt eficiente, adică prețul valutei ar trebui să reflecte toate informațiile disponibile. Și mulți cred în aceasta chiar și după ce s-a studiat foarte mult comportamentul perechilor valutare (și al parametrilor economiilor lor naționale), care sunt tranzacționate la prețuri ce nu iau în considerație acești parametri.

*În al patrulea rând*, se consideră că actorii piețelor financiare sunt raționali, se supun unor evaluări ale cursurilor valutare, dar nu sentimentelor sau impulsurilor. În plus, cea mai mare parte a participanților la această piață sunt inteligenți, desemnează un singur posibil preț corect și nu-și asumă riscuri. Cu toate acestea, cu toții cunoaștem cât de irațional este psihicul uman. Și fără a-ți asuma riscuri, la momentul potrivit nu ai ce face pe piețele financiare.

Din paradigma liniară rezultă următorul fapt: cursurile valutare descriu o traiectorie aleatorie, distribuția lor este normală și are o formă de clopot. Distribuirea profiturilor are o valoare medie. Dar realitatea din nou demonstrează eroarea ipotezei liniare.

Faptul că ipoteza liniară este inadecvată, participanții de pe FOREX o scot la iveală în fiecare zi și, de cele mai multe ori, încearcă să se bazeze pe ramurile sinergice, cum ar fi teoria complexității și analiza fractală.

În lucrările unui alt cercetător rus, **Lidia Krasavina**, se evidențiază faptul că natura și stabilitatea SMFI țin de nivelul în care principiile sale corespund structurii economiei mondiale, echilibrului de forțe și intereselor țărilor economice dezvoltate (Красавина, 2019). În cazul în care se modifică aceste condiții, apare o criză a SMFI care va conduce la prăbușirea sa și la crearea unui nou SMFI. Și din această definiție putem desprinde o abordare a SMFI din punct de vedere

al teoriei haosului. Potrivit teoriei haosului, modificarea condițiilor nu este altceva, decât întreruperea stării stabile a sistemului, după care se trece la o altă stare stabilă („*attractor*”), ce duce la apariția unui nou SMFI.

Un loc aparte în studierea sistemelor complexe o are integritatea lui. Și, fiindcă, interconexiunea elementelor sistemului determină integritatea lui, cercetătorii acordă o atenție deosebită elementelor SMFI. Cu atât mai mult dacă, un element al sistemului își pierde legătura cu sistemul, atunci el se transformă într-un nou sistem.

În literatura anglo-saxonă, se menționează că principalele elemente ale SMFI sunt mecanismul cursului valutar și funcția de preferință a monedei de rezervă. Dintre cele două, mecanismul cursului valutar este ceva mai important (Leckow, 1999). Țările dezvoltate au folosit doua tipuri generale de mecanisme a cursurilor valutare de la sfârșitul celui de Al Doilea Război Mondial: sisteme cu rată fixă și sisteme cu rată flexibilă. Un mecanism de schimb cu rată fixă este unul în care diferite țări au convenit asupra ratelor la care monedele vor fi schimbate în comerțul internațional sau unul în care o țară stabilește o rată fixă de schimb pentru moneda proprie (Lopotenco, 2012). Fiecare dintre aceste situații au existat în evoluția mecanismului cursurilor valutare al țărilor cu economie dezvoltată, înainte de introducerea mecanismului cursurilor valutare flexibile, care mai este cunoscută și sub denumirea de curs valutar (Little, 2001). Mecanismul cursului valutar flotant permite ca fiecare țară să-și stabilească propriul nivel de schimb, care se va modifica în dependență de situația economică.

Sintagma „sistem monetar financiar internațional” se referă la un set de reguli și instituții ce au drept scop realizarea plăților internaționale. Privit dintr-un punct de vedere mai puțin abstract, SMFI se referă la moneda/regimul monetar al țării, la normele de intervenție în cazul în care cursul valutar este fixat sau gestionat, într-un anumit fel, de instituțiile abilitate, dacă există o problemă. Cu lumea împărțită într-o tabără de valute majore, care oscilează liber și se permite libera circulație a capitalului, și o altă tabără, cu grade diferite de control asupra cursurilor valutare și fluxurilor transfrontaliere, SMFI, potrivit lui este, de fapt, un non-sistem (Lago, et al., 2009 ). Noțiunea-cheie în această configurație este cea de activ de rezervă: atât timp cât o țară își gestionează rata de schimb valutar, are nevoie de un activ internațional lichid, relativ stabil de a interveni pe piață. De la abrogarea aurului monetar în calitatea sa de ancoră monetară, dolarul american a fost activul de rezervă principal în economia mondială.

Totodată, francezul **Yves Simon** menționează că SMFI nu poate fi redus doar la regimurile privind cursurile valutare, deși după unii autori el acoperă doar forma juridică a organizării plăților internaționale (Simion and Morel, 2015). Potrivit definiției lui Robert Mundell, SMFI este „un ansamblu de mecanisme care guvernează interacțiunea între monedele și instrumentele de credit și modalitățile de reglementare de bunuri și servicii”(Mundell, 2000). Reieșind din această

definiție, SMFI se situează mai presus decât regimurile cursurilor valutare, el înglobează atât operațiunile de decontare a tranzacțiilor comerciale, cât și toate operațiunile financiare, nu numai cele legate de cele comerciale, dar și cele ce se desfășoară în manieră independentă între națiuni.

După cum deja s-a menționat, SMFI implică existența unui set de reguli instituționalizate, extinse într-un spațiu internațional omogen. Potrivit lui **Henry Bourguinat**, SMFI, din păcate, este cel, mai adesea, asociat unor practici, obiceiuri care, de fapt, nu constituie mai mult decât o fracțiune din funcțiile acestui sistem; totodată, și teoriile economice ce țin de fenomenul mondo-financiar, uneori, sunt greu de înțeles reieșind din complexitatea lor și legătura cu realitatea funcționării SMFI (Bourguinat, 1995).

Potrivit altor viziuni, SMFI este un ansamblu de reguli și proceduri, care exercită influențe asupra politicilor economice naționale (Eichengreen, 1987). Aceste reguli sunt fie implicite, care nu fac parte din obiectul unui acord internațional (de ex. etalonul aur), fie explicite făcând parte din obiectul unui acord (Bretton Woods în 1994). Ordinea monetară, spusă și regimul monetar, fixează regulile jocului între țările participante. În acest sens, supravegherea comportamentului lor, cu precizarea principiilor de bază guvernează funcționarea SMFI (Bran, 1995):

- regulile convertibilității monetare, schimbul unei monede în altă în tranzacțiile internaționale;
- un grad mai mare sau mai mic al mișcării fluxurilor internaționale de capital;
- lichiditatea sistemului, în special, alimentarea economiei mondiale cu lichidități internaționale;
- condițiile de ajustare a sistemului care se referă în primul rând la echilibrul contului exterior și, în al doilea rând, la influența acestui echilibru extern asupra echilibrului intern al economiilor naționale.

În conformitate cu opinia economistul francez **Jean-Pierre Allegret**, putem constata că, pe parcursul evoluției SMFI fiecare organism monetar are o arhitectură specifică în raport cu ordinea monetară existentă (Allegret, 1997).

SMFI stabilește obiectivele urmărite de către participanți (stabilitatea monetară, creșterea economiei mondiale, ocuparea forței de muncă), în timp ce ordinea monetară stabilește regulile de acțiune pentru a atinge aceste multiple obiective.

Cât privește evoluția SMFI, unii cercetători, în special **Charles Kindlenberger** propune interpretarea lui prin intermediul unei abordări-cadru, bazate pe stabilitatea hegemonică. Într-adevăr, această abordare permite a interpreta cele trei niveluri de bază ale oricărui sistem monetar internațional: fundament, funcționare și degenerare (Kindlenberger, 1986). Abordarea acordă un loc important existenței unei țări centrale pentru reglarea relațiilor valutar-financiare internaționale.

Poziționarea țării centrale tinde a destabiliza relațiile valutar-financiare internaționale. Stabilitatea hegemonică, prin urmare, pune accent pe interacțiunea dintre fenomenele reale și monetare pentru înțelegerea evoluției SMFI.

Totuși economia mondială are o structură mult mai complexă decât cea reprezentată prin intermediul stabilității hegemonice. Într-adevăr, relațiile economice internaționale par a fi produsul unei rețele de dominare, în care economia națională a țării hegemon exercită o influență semnificativă.

Deși SMFI urmărește scopuri economice globale, mecanismele specifice lui sunt sintetizate pe baza sistemului monetar național (Красавина, 2019). Această legătură se realizează prin intermediul băncilor comerciale naționale, care deservește activitatea economică externă și se manifestă în reglementarea valutară interstatală și în coordonarea politicilor valutare ale țărilor dezvoltate. Interdependența sistemelor monetare naționale și a celui internațional nu înseamnă identitatea lui, deoarece sunt diferite scopurile, condițiile funcționării și ale reglementării, precum și influența asupra diferitor țări și asupra economiei mondiale. Potrivit Lidiei Krasavina afinitatea și distincțiile sistemelor monetare naționale și celui internațional se manifestă în elementele lor (tabelul 1.1).

**Tabelul 1.1. Elementele de bază ale sistemelor monetare naționale și sistemul monetar financiar internațional**

<b>Sistemul monetar național</b>	<b>SMFI</b>
Moneda națională	Valutele de rezervă, unitățile de cont internaționale
Condițiile de convertibilitate a monedei naționale	Condițiile reciproce de convertibilitate valutară
Paritatea monedei naționale	Regimul unificat al parităților valutare
Regimul cursului monedei naționale	Reglementarea regimurilor cursurilor valutare
Existența sau lipsa restricțiilor valutare, controlul valutar	Reglementarea interstatală a restricțiilor valutare
Reglementarea națională a lichidității valutare a țării	Reglementarea interstatală a lichidității valutare internaționale
Reglementarea utilizării instrumentelor de credit internaționale	Unificarea regulilor de utilizare a instrumentelor de credit internaționale
Reglementarea decontărilor internaționale a țării	Unificarea formelor de bază a decontărilor internaționale
Regimul pieței valutare naționale și pieței aurului	Regimul pieței valutare internaționale și a pieței internaționale a aurului
Instituțiile naționale, ce administrează și reglementează relațiile valutare a țării	Organismele internaționale ce realizează reglementarea interstatală a relațiilor valutare

SMFI se integrează în sistemul economiei mondiale și trebuie să îndeplinească, sub aspect cantitativ și calitativ, cerințele economiei mondiale. Cerințe ce pot fi identificate în produsele SMFI (Bran and Costica, 2003):

- etaloane monetare cu statut internațional sau internaționalizate;
- fonduri financiare și de credit, atrase în circuit internațional;

- mijloace, instrumente, modalități și acorduri internaționale de plată;
- informații economice, financiare, monetare, sociale, politice la nivelul economiei mondiale;
- reglementări, recomandări necesare reglării activităților financiare și monetare internaționale.

Pentru a realiza aceste „produse finite”, sistemul monetar financiar internațional este structurat sub forma unor **piețe internaționale**, piețe bine conturate în sistemul actual, în special, piața monetară internațională, piața financiară internațională și piața internațională a creditului (Bran and Costica, 2003).

Mai mult decât atât, în opinia multor cercetători, și piața resurselor energetice poate fi considerată un segment al SMFI (Бышнев, 2021). Punctul de plecare în această accepțiune sunt modificările ce au avut loc de la începutul acestui secol și au dus la delimitarea frontierelor dintre piețele valutare, de capital și de mărfuri. În prezent, aceste piețe pot fi percepute ca segmente ale SMFI, unde capitalul se deplasează fără obstacole și, de fapt, instantaneu. În astfel de segment, s-a transformat și piața futures - urilor pe petrol.

Astfel, deoarece piața energetică în dezvoltarea sa, în esență, a încetat să mai fie una energetică și a devenit una financiară, potrivit lui **Vitalii Bușuev**, petrolul a devenit, într-un anumit fel, o monedă mondială, care stabilizează procesele în economia reală. Dar, în același timp, piața petrolului a dobândit o mare volatilitate inerentă piețelor monetare și financiare. Mai mult decât atât, creșterea explozivă a contractelor futures deschise și a volumului de tranzacționare fac ca motivațiile tranzacțiilor cu petrolul, în mare măsură să devină tranzacții financiare.

În concluzie, putem constata că natura SMFI este una complexă, iar cercetarea acestuia din opinia noastră, nu poate fi realizată, decât în contextul teoriei sistemelor complexe.

## 1.2. Fundamentări analitice privind dezvoltarea sistemului financiar

În literatura de specialitate, până în prezent, nu există o definiție standard a noțiunii de dezvoltare. Mai mult decât atât, nicio abordare nu poate sintetiza modul în care, cel mai eficient s-ar putea combina obiectivele de dezvoltare, rolul statului și al piețelor, precum și supremația abordării internaționale față de cea națională. Totuși trebuie de menționat, că a apărut un consens, potrivit căruia dezvoltarea are legătură cu îmbunătățirile reale ale calității vieții oamenilor și de satisfacția lor față de aceasta. Pe parcursul mai multor decenii, au fost evidențiate mai multe obiective economice și sociale, până s-a ajuns la un acord de 17 Obiective de Dezvoltare Durabilă (Sustainable Development Goals) pentru a pune capăt sărăciei, pentru a proteja planeta și pentru a asigura pacea și prosperitatea pentru toți.

Ideea că dezvoltarea sectorului financiar stimulează creșterea economică datează încă de la **Adam Smith** (1776), care a menționat: „comerțul și industria ... au crescut foarte mult” odată cu primele bănci înființate în Scoția, iar faptul „că băncile au contribuit pozitiv la această creștere nu poate fi pus la îndoială” (Smith, 2011). De asemenea, **Walter Bagehot** (1873) (Bagehot, 1873) și **Joseph Schumpeter** (Schumpeter, 1911) au subliniat corelarea pozitivă dintre dezvoltarea financiară și activitatea economică. Inspirată de lucrările lui **Raymond Goldsmith** (1969) (Goldsmith, 1969), care printre primii a stabilit o corelație pozitivă între aprofundarea financiară și PIB pe cap de locuitor, precum și **Ronald McKinnon** (McKinnon, 1973) și **Edward Shaw** (Shaw, 1974), un număr mare de studii empirice au investigat relația dintre dezvoltarea financiară și dezvoltarea economică și, prin urmare, creșterea economică. Folosind diferite evaluări ale aprofundării financiare, majoritatea lucrărilor au constatat efecte pozitive și semnificative din punct de vedere statistic ale aprofundării financiare asupra creșterii economice (King and Levine, 1993).

Cu toate acestea, un șir de cercetări realizate după criza financiară globală au pus la îndoială această opinie. **Paul Wachtel** susține că „literatura ar fi putut să sublinieze mai mult puterea relației dintre dezvoltarea financiară și creșterea economică, care este mult mai nuanțată decât se sugerează deseori” (Wachtel, 2011). În special, el subliniază că „măsura cea mai frecvent utilizată în dezvoltarea sectorului financiar, aprofundarea financiară, este dificil de interpretat, deoarece poate fi o reflectare a efectului de levier asupra economiei, precum și a calității și cantității de intermediere”. Și alte lucrări recente au descoperit neliniarități în relația dintre aprofundarea financiară și creșterea economică. **Jean-Louis Arcand** ș.a. consideră că relația de finanțare și creștere devine negativă pentru țările cu venituri ridicate, iar valoarea creditului privat de 110% în PIB, fiind aproximativ punctul de cotitură, pe când relația negativă dintre finanțe și creștere devine semnificativă la aproximativ 150% în PIB (Arcand, et al., 2012).

Unele țări cu venituri ridicate au atins astfel de niveluri în anii 2000. Potrivit acestui curent „nivelul de dezvoltare financiară este bun doar până la un punct, după care devine o piedică în calea creșterii”. În plus, se constată că „un sector financiar în creștere rapidă este în detrimentul agregatelor creșterii productivității” în economiile avansate (Cecchetti and, Kharroubi, 2012).

Mai mult, se furnizează dovezi empirice, precum că ascensiunea financiară afectează, în mod disproporționat, aprofundarea financiară și industriile intensive din domeniul cercetării și al dezvoltării. Opinia privind neliniaritatea este susținută și de cercetările FMI, unde se constată că efectul dezvoltării financiare asupra creșterii economice poate fi reprezentată în formă de clopot: slăbește la niveluri mai ridicate ale dezvoltării financiare. Acestea atribuie efectul de slăbire unei scăderi eficiente a investițiilor la niveluri ridicate de dezvoltare financiară (Sahay, et al., 2015).

În ansamblu, pare să apară un nou consens, conform căruia aprofundarea financiară poate avea efecte semnificativ pozitive până la un anumit punct, însă dintr-un anumit nivel de dezvoltare financiară, se diminuează contribuțiile de aprofundare financiară. În plus, devine mai evident că sistemul financiar umflat mărește riscul și costul potențial al crizei.

Experiența economică vastă, acumulată în 50 de ani de cercetare economică activă și recente evenimente de criză indică faptul că economiile devin din ce în ce mai sincronizate și mai fragile, ceea ce conduce la creșterea instabilității. Astfel de cercetători proeminenți precum **Hyman Minsky** sau **Paul Davidson** susțin că problemele se află în însăși rădăcina economiei de piață. În lucrarea dată, în continuare, ne vom limita doar la aspectul financiar al acesteia (Minsky, 2008). Este cunoscut faptul că funcția principală a sistemului financiar este transferarea economiilor în investiții (Davidson, 2003). **Franklin Allen** și **Douglas Gale** parafrazează această definiție: sistemul financiar transferă fonduri de la agenții care au fonduri în exces pentru agenții care le solicită (Allen and Gale, 2000).

Irena Grosfeld enumeră principalele funcții ale sistemului financiar (Grosfeld, 1994):

- acoperirea gap-ului de lichiditate;
- mobilizarea și agregarea economiilor;
- alocarea și investirea fondurilor mobilizate;
- reducerea și distribuirea riscului;
- monitorizarea debitorilor (sau sistem descentralizat de colectare a informațiilor în cazul sistemelor financiare de piață);
- sistem de control corporativ.

Un alt aspect, legat de sistemele financiare, pe larg analizat în publicații este relația dintre performanța economică și structura financiară. În acest context literatura de specialitate susține că există convențional 2 tipuri de sisteme financiare: bazate pe bancă (*bank-based*) și bazate pe piață (*market-based*).

La originea acestui concept se află importanța relativă a instituțiilor bancare și a piețelor bursiere, care pot fi măsurate prin intermediul unor coeficienți corespunzători. De obicei, Germania, Japonia, Franța sunt concepute ca sisteme bancare, iar SUA și Marea Britanie, ca sisteme financiare bazate pe piață.

Principalii agenți ai sistemului financiar, bazat pe bănci, sunt gospodăriile și firmele care utilizează serviciile băncilor și ale altor intermediari: societăți de asigurări; piețe de acțiuni și obligațiuni. În sistemul financiar ideal, bazat pe bancă, rolul principal îl joacă instituțiile bancare. Piețele bursiere sunt relativ subdezvoltate. Activele gospodăriilor sunt alocate ca și creanțe asupra băncilor și societăților de asigurări. Majoritatea companiilor nu sunt listate, iar companiile cotate la bursă au un număr limitat de acționari majoritari. Prin urmare, investitorii instituționali joacă un



rol minor. Relațiile dintre intermediarii financiari și companiile nefinanciare au un caracter pe termen lung și se bazează pe schimbul reciproc de informații. Astfel de relații diminuează asimetria costurilor de informație și de împrumut. Monitorizarea financiară este realizată de bănci, care controlează proiectele de investiții și intervin dacă este necesar. Unii cercetători susțin totuși că, la o anumită etapă de dezvoltare, folosirea fondurilor proprii poate fi mai eficientă pentru firme.

În sistemul ideal, bazat pe piață, instituțiile de piață sunt bine dezvoltate, iar activele gospodăriilor sunt alocate sub formă de acțiuni și obligațiuni. Structura de proprietate este foarte diluată și nu există acționari majoritari. Investitorii instituționali joacă un rol major. Principalele modalități de acumulare de capital sunt IPO - urile și documentele corporative. Monitorizarea este efectuată de către bursele de valori, entitățile guvernamentale speciale și agențiile de rating. Aceasta implică imediat faptul că sistemele financiare bazate pe piață mizează în mare măsură, pe calitatea informațiilor și pe transparența contabilă. **Alicia García, Gallego** ș.a. susțin că un efect major asupra performanțelor îl are cadrul instituțional în sistemul bazat pe piață (Herrero, et al.). Ross Levine afirmă că instituțiile bancare, într-un astfel de sistem, pot juca un rol esențial în etapele timpurii ale dezvoltării economice sau într-un mediu instituțional slab dezvoltat (Levine, 2002).

Următorul pas este evaluarea avantajelor și a dezavantajelor comparative ale tipurilor de sisteme financiare stilizate. De obicei, sunt discutate următoarele caracteristici: concurență vs. asigurare, informație publică vs. control privat, control extern vs. control intern, eficiență vs. stabilitate. În primul rând, sistemele bazate pe piață sunt mai competitive și oferă condiții de finanțare mai favorabile, reducând profitul intermediarilor financiari. În sistemele bazate pe bănci, activele gospodăriilor casnice sunt mai stabile, pe măsură ce băncile își diversifică activele, proces care nu poate fi realizat de gospodăriile în sine. În acest caz, are loc așa-numita nivelare intertemporală a riscului și a randamentului. Riscul se reduce în perioadele turbulente, prin costul redus al randamentului în perioadele de prosperitate. În sistemele bazate pe piață, agenții nu pot evita riscul de piață nediferențiat, inerent întregii economii, fapt ce-i forțează să vândă activele, în timpul crizelor, la așa-numitele *fire-sale prices*. Dar, în condițiile moderne, rolul sistemului bancar în timpul crizelor este mai vag. În acest caz, intermediarii financiari stabili, capabili să reziste turbulențelor financiare și să furnizeze lichidități la un preț echitabil pentru active, joacă un rol stabilizator.

Cu toate acestea, în prezent, problemele de hazard moral pun la testare avantajele tradiționale ale sistemului bancar stabil. Este de remarcat faptul că majoritatea scandalurilor financiare internaționale (inclusiv cel din sistemul bancar moldovenesc) sunt legate de numele celor mai mari și mai respectate instituții financiare. Unul dintre argumentele clasice pentru sistemele bazate pe piață este acela că el difuzează eficient, informațiile necesare pentru luarea deciziilor. Sistemele de piață se caracterizează printr-o structură mai puțin concentrată de informații, iar proprietatea

diluată oferă, unui număr mare de agenți, un stimulent pentru a efectua monitorizarea. Aceste argumente clasice în lumea ideală ar trebui să presupună că sistemele de piață sunt mai avansate din punct de vedere informațional. Dar, în realitatea modernă, ambele sisteme se confruntă cu probleme grave, problema *free rider* fiind printre cele mai ușoare.

Totodată, sistemele financiare mobilizează economiile, riscurile de preț, distribuie capitalul și absorb șocurile în moduri diferite. Într-o structură financiară, bazată pe bănci, finanțarea constă în principal din instituții care efectuează intermediere financiară în bilanțul lor. Aceste instituții financiare poartă riscul și, de regulă, asigură relații strânse cu clienții lor. Dimpotrivă, sistemele financiare bazate pe piață direcționează, practic, economiile direct către debitori prin intermediul piețelor. Aceste piețe servesc drept platformă pe care acțiunile și titlurile de creanță sunt evaluate, distribuite și vândute.

Având în vedere aceste diferențe, există o dezbatere de lungă durată cu privire la meritele economice reale ale structurilor financiare, bazate pe bănci și pe cele de piață. Opiniile vis-a-vis de rolul lor s-au schimbat în timp. Lucrările publicate înainte de 2008 nu favorizau o structură financiară față de cealaltă. În schimb, aceste studii constatau că furnizarea generală de servicii financiare contează pentru economia reală (Demirgüç-Kunt, and Levine, 2001) și că băncile și piețele sunt la fel de importante pentru creșterea economică (Levine and Zervos, 1998) (Beck and Levine, 2004). Pe când literatura de specialitate, editată după criza financiară din 2008 manifestă, în general, o preferință pentru sistemele bazate pe piață. Acest lucru se datorează faptului că o criză financiară (Gambacorta et al, 2014) sau o criză a pieței imobiliare (Langfield and Pagano, 2015) este mai severă, din punct de vedere economic, pentru sistemele bancare, decât pentru structurile financiare bazate pe piață. Băncile excedează și atribuie credite neperformante în perioade de creșteri financiare și ratinguri de credite în recesiuni financiare mai mult decât piețele (Pagano, and all. 2014 )

Cu toate acestea, dihotomia dintre sistemele financiare, bazate pe bănci și cele bazate pe piață, a fost din ce în ce mai criticată ca o modalitate inefficientă de a distinge sistemele financiare. Pe de altă parte, mai mulți cercetători, au lansat un punct de vedere bazat pe servicii financiare. Așa cum a fost descris de **Ross Levine**, precum că viziunea privind serviciile financiare minimizează importanța dezbaterii sistemelor financiare, bazate pe bancă vis - a - vis de cele bazate pe piață (Levine, 2002). În studiul său autorul subliniază că aranjamentele financiare - contracte, piețe și intermediari - apar pentru a ameliora imperfecțiunile pieței și pentru a furniza servicii financiare. Ceea ce înseamnă că au loc aranjamente financiare pentru a evalua oportunitățile de investiții potențiale, a exercita controlul corporatist, a facilita managementul riscului, a spori lichiditatea și a ușura mobilizarea economiilor. Prin furnizarea acestor servicii financiare, într-un mod mai mult sau mai puțin eficient, diferite sisteme financiare promovează creșterea economică

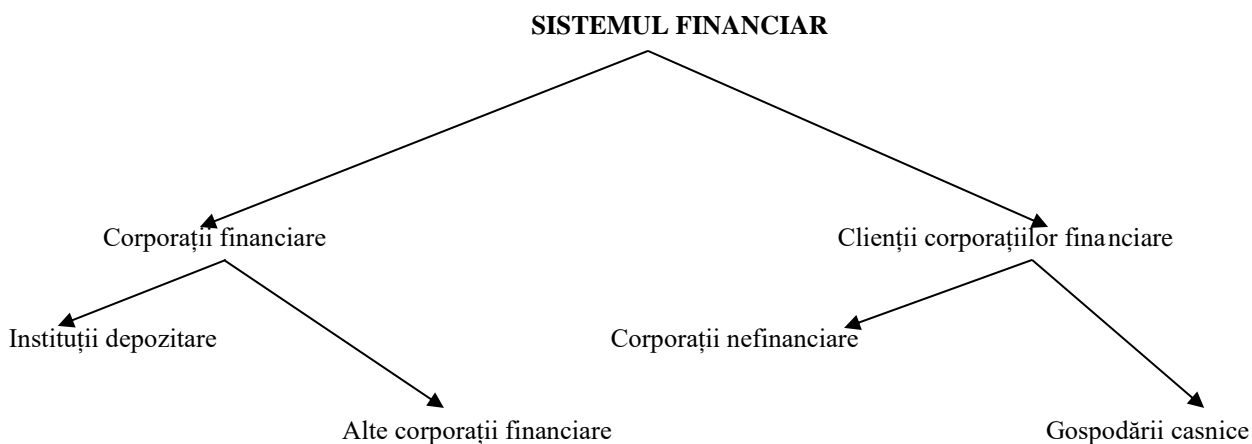
într-o măsură mai mare sau mai mică. Conform acestei opinii, dificultatea principală nu este reprezentată de bănci sau de piețe. Problema constă în crearea unui mediu în care intermediarii și piețele oferă servicii financiare solide. În mod conștient, viziunea serviciilor financiare este pe deplin compatibilă atât cu sistemele financiare bazate pe bănci, cât și cu cele bazate pe piață. Astfel, viziunea serviciilor financiare plasează atenția analitică asupra modului în care se creează o funcționare mai bună a băncilor și a piețelor și dezavantajează dezbaterea bazată pe contrapunerea sistemelor *bank-based* și *market-based*.

Într-un studiu al BIS, **Leonardo Gambacorta** ș.a. constată, de asemenea, că, până la un punct, băncile și piețele stimulează creșterea economică. În conformitate cu viziunea neliniară, ei menționează că, dincolo de această limită, niciunul dintre sistemele financiare nu mai adaugă creșteri reale (Gambacorta, et al. 2014). Și **Iain Hardie** cu **David Howarth** adoptă o abordare diferită în ceea ce privește utilitatea analitică a dihotomiei, care face distincția între sistemele financiare bazate pe credite bancare și bazate pe capital, subliniind faptul că banca însăși a suferit schimbări semnificative în ultimele decenii. În diferite nivele, argumentează autorii, banca a devenit din ce în ce mai mult bazată pe piață. Prin urmare, se propune conceptul de „piață bancară”, spre deosebire de banca comercială tradițională. Potrivit lor, trecerea la sectorul bancar, bazat pe piață, și declinul aferent al relațiilor de împrumut au diminuat rolul băncilor ca sursă de „*patient capital*” pentru firme. În schimb, a dus la o „cultură de vânzări” și la o creștere a activității financiare, care nu mai este legată de economia reală (Hardie and Howarth).

Din cele expuse mai sus, rezultă că cercetările moderne indică faptul că o clasificare a sistemelor financiare ca *market-based* și *bank-based* poate fi destul de părtinitoare.

În ceea ce privește structura sistemului financiar, până în prezent, în literatura de specialitate, nu există o poziție unanim acceptată. În același timp, trebuie de remarcat că, în Ghidul de întocmire a indicatorilor de stabilitate financiară, elaborat de FMI, sunt prezentate conceptele de bază ale sistemului financiar. Astfel, potrivit indicațiilor FMI, **sistemul financiar** este format din unități instituționale și piețe care interacționează, de obicei, într-o manieră complexă în scopul de a mobiliza fonduri pentru investiții și de a asigura funcționarea mecanismului de finanțare a activității comerciale, inclusiv a sistemelor de plăți. Rolul instituțiilor financiare în cadrul acestui sistem constă, în primul rând, în intermedierea între cei care furnizează fondurile și cei care au nevoie de fonduri și implică, de regulă, și gestionarea riscurilor. Piețele financiare asigură funcționarea mecanismului de interacțiune a diferitor subiecți, în limitele cărora, în conformitate cu normele de activitate stabilite, se realizează cumpărarea-vânzarea creanțelor financiare și se facilitează gestionarea și transformarea riscurilor. Aceste piețe joacă, de asemenea, un rol important în determinarea prețurilor de piață („price discovery”).

Potrivit Ghidului elaborat de FMI, sistemul financiar este format din corporații financiare pe de o parte, iar pe de altă parte, din clienții corporațiilor financiare. La rândul său corporațiile financiare pot fi divizate în instituții de depozitare și alte corporații financiare. Clienții corporațiilor financiare sunt corporațiile nefinanciare și gospodăriile casnice.



**Figura 1.1. Structura sistemului financiar**

**Sursa:** elaborat de autor după: (IMF, 2019).

Rolul principal în funcționarea sistemului financiar îi revine instituțiilor de depozitare. Falimentul instituțiilor de depozitare poate avea un impact semnificativ asupra activității tuturor entităților atât financiare, cât și nefinanciare, și prin urmare, asupra credibilității sistemului financiar în ansamblu. Din această cauză, analiza stării generale și a sustenabilității instituțiilor de depozitare are o importanță semnificativă în evaluarea stabilității sistemului financiar.

Sistemul financiar este compus din mai multe elemente. Potrivit unuia dintre cei mai apreciați cercetători din acest domeniu **Garry Schinasi**, sistemul financiar include următoarele elemente: infrastructură (sistemul de plată, sistemul juridic, sistemul de decontări și sistemul contabil), instituții (bănci, societăți de valori mobiliare, investitori instituționali) și piețe (piața monetară, piața instrumentelor financiare derivate ș.a.), iar încălcarea unuia dintre elemente, potrivit teoriei sistemelor deschise, poate submina stabilitatea întregului sistem (Schinasi, 2005).

Cu toate acestea, dacă sistemul este destul de eficient și își îndeplinește funcțiile sale de bază, apariția unor probleme cu una dintre componentele sale, nu neapărat, ar trebui să amenințe stabilitatea globală a sistemului financiar. Stabilitatea financiară nu înseamnă că toate elementele sistemului financiar trebuie să funcționeze cu o eficiență maximă sau aproape de maximum. Una dintre trăsăturile considerate de bază ale sistemelor complexe este autoorganizarea, ceea ce înseamnă că un sistem financiar stabil are capacitatea de a limita și înlătura dezechilibrele prin intermediul mecanismelor de autocorectare, înainte de declanșarea unei crize. De fapt, închiderea uneia din instituțiile financiare poate fi considerată un grad sporit de volatilitate, o corecție

semnificativă pe piețele financiare și poate fi urmare a creșterii concurenței sau procesului de absorbție de noi informații. Astfel de situații pot fi considerate chiar semne de sănătate financiară.

Între timp, sectoarele financiare s-au dezvoltat pe tot globul, iar sistemele financiare moderne au devenit multiple (Svirydzenka, 2016). Ca rezultat, caracteristicile importante ale sistemelor financiare au evoluat. În acest context, **Martin Čihák** a menționat că deși sistemele financiare sunt importante și au o acoperire largă, contribuția lor la dezvoltarea economică ar fi limitată, dacă ele ar fi risipitoare și ineficiente (Čihák, et al., ). Diversitatea sistemelor financiare din toate țările implică faptul că trebuie analizați mai mulți indicatori, pentru a măsura dezvoltarea financiară.

În continuare, Čihák definește dezvoltarea financiară drept o combinație dintre profunzime (dimensiunea și lichiditatea piețelor), acces (accesul la servicii financiare) și eficiență (capacitatea instituțiilor de a furniza servicii financiare la costuri reduse și venituri durabile). Această abordare multidimensională pentru definirea dezvoltării financiare se sintetizează printr-o matrice caracteristică sistemului financiar, dezvoltată de autorii menționați mai sus.

### **1.3. Repere conceptuale privind incidența arhitecturii financiare internaționale asupra sistemelor financiare naționale.**

Condiții importante pentru intensificarea procesului de globalizare s-au manifestat în anii '90, când, pretutindeni, au fost luate măsuri de liberalizare financiară - majoritatea țărilor au anulat restricțiile valutare legate de operațiuni internaționale curente, și au realizat liberalizarea contului mișcării de capital.

În același timp, economia mondială a trecut prin mai multe crize financiare profunde și îndelungate, care au produs discuții aprinse pe marginea determinării abordării metodologice a asigurării stabilității sistemelor financiare.

Turbulențele legate de crizele financiare au provocat o mare îngrijorare comunității internaționale și au îndemnat la adoptarea unor măsuri de reformare a SMFI. În mijlocul unei crize financiare din a doua jumătate a anilor 1990, primul adjunct al directorului executiv al FMI, Stanley Fisher, cu această ocazie, a scris: „sistemul monetar internațional, care a susținut economia mondială pe parcursul a 50 de ani de creștere economică și prosperitate, are nevoie de o reformă, pentru ca acest lucru să se realizeze și în continuare și să nu fie repetate greșelile din anii 1930” (Fischer, 1998).

La 6 octombrie 1998, la Washington, **Michel Camdessus**, directorul executiv al FMI în discursul său, adresat sesiunii Consiliului guvernatorilor FMI, a declarat că eventuala criză globală necesită o soluție globală. Arhitectura sistemului monetar internațional trebuie să fie consolidată, dar nu prin intervenție directă. În acest context Michel Camdessus s-a referit la

alocuțiunea președintelui SUA, în care acesta a subliniat că există ceva mai important decât arhitectura unei case; maniera în care casele relaționează una cu alta, dar și modul în care se alege rezolvare a conflictelor.

În continuare, directorul executiv al FMI a accentuat: „Aici putem apela la principiile care ne-au servit atât de bine în ultimele decenii: cooperarea, democrația, previzibilitatea și co-responsabilitatea. Prin urmare, trebuie să ne bazăm pe aceste fundamente, pentru a consolida arhitectura sistemului financiar internațional, adaptând-o la noile provocări. Pentru ca progresele imense realizate, în ultimii cincizeci de ani, să continue în prima jumătate a secolului următor, va fi nevoie de o nouă arhitectura a SMFI” (Camdessus, 1998).

Pentru prima dată, termenul de „arhitectură financiară” a fost menționat în discursul președintelui SUA **Bill Clinton** în consiliul pentru relații externe din New York, în septembrie 1998. El a numit criza financiară din 1997 - 1998, „una din cele mai mari provocări financiare cu care se confruntă lumea în ultima jumătate de secol” și a cerut grupului celor „șapte”, „adaptarea unei noi arhitecturi financiare internaționale pentru secolul XXI-ea ” (Jones, 1998).

Aproape în aceeași perioadă, un scenariu al reformei ordinii monetare internaționale a fost expus și de **Gordon Brown**, pe atunci ministru de finanțe al Marii Britanii, în mai multe discursuri și articole „Un nou nivel global, arhitectura financiară”, (Brown, 1998) „Construcția solidă a sistemului financiar mondial” (Brown, 1999) și, de asemenea, în discursul său la Școala de management Kennedy de la Universitatea Harvard, pe data de 15 decembrie 1998, ulterior publicat în The Wall Street Journal Europe (Brown, 1998).

Timp de 50 de ani, a susținut Gordon Brown, toate politicile de reglementare, de supraveghere și de gestionare a crizelor s-au format fără a ține cont de principiile de globalizare, dar cu orientare spre economiile naționale independente, cu regimuri de capitaluri limitate și cu circulații lente. În acel moment, a susținut Brown, economia mondială a intrat într-o eră a piețelor de capital interdependente și mobile. Economiiile naționale deja nu puteau fi separate de fluxurile financiare globale masive, rapide și, uneori, destabilizante.

În mod natural, a declarat ministrul de finanțe al Marii Britanii, ar trebui să dăm un răspuns la acest nou apel, avem nevoie de o nouă arhitectură financiară și reformă la nivel național, cât și pe plan global (Brown, 1998). Popularizarea termenului de arhitectură financiară internațională (AFI) îi este atribuită totuși lui **Barry Eichengreen** după publicarea lucrării „Toward a New International Financial Architecture”, editată de Peterson Institute (Eichengreen, 2009). Potrivit lui Barry Eichengreen criza financiară asiatică și criza economică globală, care a urmat, au evidențiat necesitatea de a preveni crizele financiare și de a le gestiona rapid. Totodată, autorul se referea la preocupările legate de aranjamentele instituționale existente, inclusiv de instituțiile fondate la Bretton Woods, care nu mai puteau face față, în mod adecvat, realității actuale a

mobilității mare a capitalului. Recomandările se bazau pe convingerea că piețele financiare pot funcționa defectuos, provocând argumente convingătoare pentru un sistem de siguranță financiară (și, prin urmare, un rol pentru FMI), dar și creând probleme de hazard moral, necesare pentru abordare.

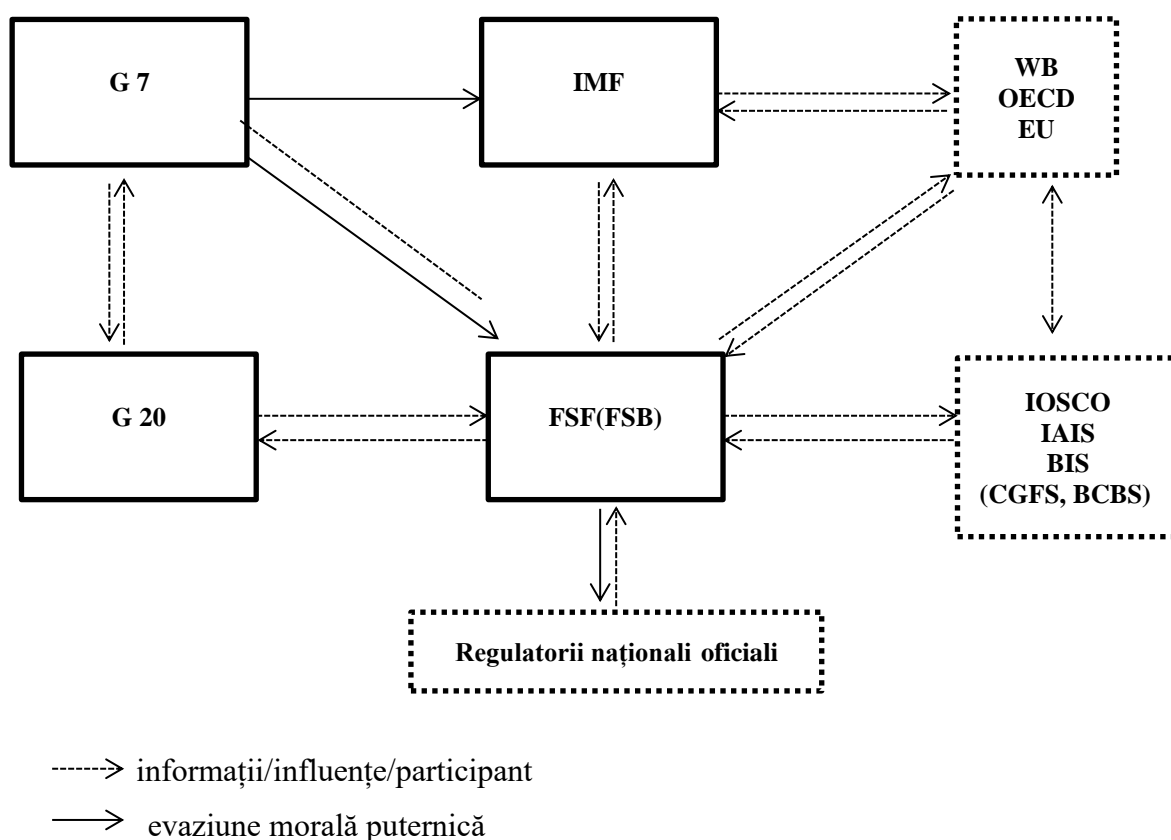
Noua arhitectură financiară constă în: coduri de conduită, un nou regulator global și un memorandum internațional de înțelegere, care definește, în mod clar, responsabilitatea pentru prevenirea și soluționarea crizelor. În viziunea lui Gordon Brown, nu este vorba de noi instituții, ci de modul în care noi ne comportăm în lumea interdependentă, respectăm disciplina și ajungem la soluții în mod mai coordonat. Provocarea de bază, care stă în față, este definirea unor noi reguli de joc, care, prin creșterea credibilității și a încrederii investitorilor, contribuie la stabilitate și prosperitate (Brown, 1998).

Pe de altă parte, în opinia cercetătorului canadian *Germain Randall*, se poate de identificat, cu o anumită precizie, structura luării deciziilor, care și este arhitectura financiară internațională. Ea este alcătuită din patru piloni principali, fiecare având propriile suporturi, dar sprijinite și prin conexiuni de interblocare. Unul dintre piloni este G-7, care încă poate fi considerat motorul economiei globale, dar care recunoaște din ce în ce mai mult dependența fundamentală dintre economiile sale și cele periferice. Un alt pilon este noul G20, care este singura instituție - țintă, în care economiile industrializate și cele emergente se pot întâlni pentru a discuta problemele financiare de interes comun. Un al treilea pilon este FSF (Financial Stability Forum), care este o altă instituție nouă și special concepută pentru a combina interesele economiilor industrializate și ale piețelor emergente cu privire la problemele de reglementare. Pilonul final se axează pe FMI, care se extinde prin linkuri de informații cu întreaga comunitate a instituțiilor financiare internaționale (IFI) cu cel mai înalt nivel de expertiză tehnică în ceea ce privește aspectele financiare mondiale: Banca Mondială, BIS (împreună cu comitetele specializate, care operează, sub acoperirea lor Comitetul Basel de Supraveghere Bancară (BCBS), Asociația Internațională a Autorităților de Supraveghere a Asigurărilor (IAIS), Comitetul pentru Sistemul Financiar Global (CGFS)) și Organizația Internațională a Reglementatorilor Valorilor Mobiliare (IOSCO). Fig. 1.2 oferă o reprezentare schematică a acestei noi arhitecturi financiare internaționale (Germain, 2002).

Această viziune a arhitecturii financiare internaționale poate fi identificată în mod clar ca o structură a procesului decizional consensual. De ce consensual? Unul dintre attributele remarcabile ale arhitecturii financiare internaționale emergente este absența canalelor explicite de comandă și control. Tranziția spre standarde de conduită și spre coduri de bune practici ca restricții de orientare pentru finanțele globale, înseamnă următorul fapt: capacitatea oricărui pilon de a gestiona altul este dezactivată. FSF, de exemplu, nu poate da comandă supraveghetorilor în

asigurări din alte țări să adopte anumite reguli și proceduri; mai degrabă, trebuie să convingă aceste țări de oportunitatea de a face acest lucru.

În mod similar, G-7 nu poate da comandă G-20 să întreprindă o inițiativă pe care membrii G20 o consideră inadecvată circumstanțelor sale. Puterea, influența și persuasiunea morală nu lipsesc, bineînțeles, în arhitectura financiară, dar sunt jucate într-o structură de luare a deciziilor, care ar putea fi caracterizată, mai degrabă, consensuală decât coercitivă. În acest fel, arhitectura financiară internațională se distinge printr-o înțelegere mai generală a ansamblului de reguli și proceduri, prin care se efectuează tranzacțiile financiare internaționale. Putem rezerva o astfel de definiție generală pentru sistemul monetar financiar în sine, care este suma totală a regulilor și a aranjamentelor prin care tranzacțiile financiare conectează o economie națională la alta.



**Figura 1.2. Pilonii arhitecturii financiare internaționale**

**Sursa:** *elaborat de autor în baza: (Germain, 2002).*

Dimpotrivă, constată Germain Randall, este mai util să considerăm arhitectura financiară internațională ca fiind mecanismele și structurile prin care se realizează aceste reguli și aranjamente: setul de aranjamente instituționale care determină cine primește, ce primește, când și cum. Această viziune a arhitecturii pune accentul pe natura sa politică și vede, în efortul actual de reformă, o agendă politică distinctă, care reorientează chestiunile politice latente din ultimii treizeci de ani.



Și în sursele bibliografice din Rusia este pe larg discutat termenul de AFI. Astfel, cercetătorul rus **Vitalii Șmelev** tratează AFI prin componente - blocuri: „arhitectura financiară internațională include în calitate de elemente de bază moneda internațională și instituțiile, dar și regulile care asigură emisia și funcționarea normală a acestora” (Шмелев, 2010). **Natalia Vovcenko** apreciază arhitectura financiară internațională mai general – în calitate de „structură instituțională a SMFI, luată în considerare într-un proces dinamic” (Вовченко, 2006).

Cercetătorul rus din domeniului dreptului, **Alexei Moiseev**, la rândul său, consideră că rolul important în rezolvarea problemelor globale le revine organizațiilor internaționale cu statut universal (astfel ca FMI și Banca Mondială), reprezentanții cărora consideră că un complex de inițiative direcționate „la prevenirea și gestionarea crizelor” constituie, de fapt, arhitectura financiară internațională (Моисеев, 2006).

Și **George Soros**, în lucrarea „Reforming Global Capitalism”, în capitolul 10: A New Global Financial Architecture, susține că, „vorbind despre arhitectura financiară internațională, în primul rând, se are în vedere rolul instituțiilor financiare internaționale, în special al FMI” (Soros, 2000).

Iar în materialele Băncii Mondiale, se menționează că, drept răspuns la crizele financiare, comunitatea internațională a întreprins o serie de inițiative pentru prevenirea și gestionarea crizelor. Această structură este considerată o AFI (World Bank, 2005).

Criza asiatică a propagat un șoc nu numai în țările aflate în epicentrul ei dar și, în general, în întregul sistemul economic și financiar internațional. Drept rezultat al acestei crize, în cercurile financiare internaționale, dar și în literatura de specialitate, a demarat o dezbatere privind modul de adaptare a politicilor în economiile emergente și de consolidare a piețelor financiare internaționale. Mentorii la ceea ce s-a numit în literatura de specialitate „reformarea arhitecturii financiare internaționale” s-au clasat rapid în două tabere.

Primul grup a generat propuneri pentru remodelarea radicală a SMFI. Al doilea grup a pus accent pe adaptarea politicilor pe piețele emergente și a susținut schimbări mai limitate în structura și guvernanta piețelor financiare internaționale.

Desigur, criza creditelor ipotecare din 2008 a plasat atât progresul în acest domeniu, cât și literatura de specialitate anterioară într-o nouă lumină.

În pofida utilizării active a termenului de „arhitectura financiară internațională”, există mai multe abordări metodologice în ceea ce privește determinarea conținutului economic al acestei noțiuni.

Astfel, Fondul Monetar Internațional definește arhitectura financiară internațională ca instituțiile, piețele, regulile de joc și practicile, pe care guvernele, businessul sau gospodăriile individuale le efectuează, de obicei, în activitățile lor economice și financiare.

În viziunea lui **Andrew Crockett**, în perioada 1994–2003, manager general la BRI, „arhitectura” poate părea un cuvânt destul de pretențios, pentru a descrie setul ad-hoc al aranjamentelor care alcătuiesc SMFI actual. Chiar și într-un sistem monetar financiar reformat, va lipsi, cu siguranță, claritatea structurii și a design-ului care sunt semnele distinctive ale unei bune arhitecturi. Dar un sistem financiar ar trebui totuși să se conformeze anumitor principii generale, care ar putea fi ușor înțelese și acceptate pe scară largă (Crockett, 2009).

Pe de altă parte, **Nicholas Hopkinson**, a relatat că, în urma crizelor asiatice, rusești și latino-americane din 1997-98, guvernele au încercat să consolideze arhitectura financiară internațională pentru a-și maximiza beneficiile de pe piețele globale și a-și minimiza riscul de perturbare. Dar opinia rămâne împărțită în ceea ce privește măsurile adoptate în urma crizei asiatice, în care sistemul global nu a fost efectiv îmbunătățit, deoarece unii considerau că aceleași defecte sistemice - eșecurile potențiale pe piață, fluxurile de capital și cursurile valutare volatile, sistemele financiare vulnerabile și contagiunea internațională - ar putea declanșa o altă criză.

Noua AFI implică reguli și convenții în guvernarea relațiilor economice și financiare internaționale și a aranjamente lor instituționale pentru dezvoltarea, monitorizarea și aplicarea regulilor. AFI actuală este un sistem de piață, bazat pe cursuri valutare flexibile, pe ajustări determinate de piață, pe lichidități endogene create și piețe de capital deschise. Consolidarea arhitecturii poate implica prevenirea crizelor (consolidarea funcționării pieței), gestionarea și rezolvarea crizelor (consolidarea răspunsurilor instituționale). Prevenirea crizelor implică politici macroeconomice mai bune (supraveghere internațională) și sisteme financiare mai puternice (dezvoltarea și aplicarea codurilor comportamentului prudent). Politicile macroeconomice solide necesită bugete durabile, politici structurale și evitarea unor regimuri fixe, care nu pot fi ajustate (Hopkinson, 2000).

Criticii noii arhitecturi financiare internaționale, conturate în urma crizei asiatice, considerau că aceasta era prea mult axată pe ce ar trebui să facă țările în curs de dezvoltare. Trebuia să fie mai mare simetria în dezbatere, punând un accent mai mare pe cooperarea și dezvoltarea economiilor țărilor G7. De exemplu, cele mai tulburătoare semnale de avertizare în acea perioadă păreau a fi, în opinia unor cercetători, dezechilibre în economia SUA și îndoieli cu privire la solvabilitatea asigurărilor de viață din Japonia (deși nu se credea că situația este la fel de gravă, ca realitatea, cu care se confrunta). Chiar dacă întotdeauna există mai multe informații despre economia SUA, decât despre orice altă economie, așa - numita „scriere pe perete” este adesea ignorată. Este dificil să stai departe de turmă; dacă administratorii de fonduri nu investesc într-un anumit sector sau bancherii nu acordă împrumut, unui anumit sector sau țară, pot fi pedepsiți. Piețele apoi supraestimează profunzimea și durata crizelor. Pe de altă parte, optimiștii noului concept al AFI contracarau faptul că aceste riscuri sunt cunoscute și constrânse și că s-au făcut o

mulțime de activități de prevenire a crizelor în construirea noii AFI. În plus, crizele periodice nu au împiedicat Statele Unite și alte economii din G7 să fie țări cu un mare succes, care pot și să învețe din experiența negativă. Unii susțineau că nu este important de știut de unde va veni următoarea criză, ci, mai degrabă, de știut cum de făcut față acestei situații. Acest lucru pare să sugereze că suntem mulțumiți să gestionăm crizele apărute decât să ne angajăm în prevenirea lor.

Confruntată cu gravitatea crizelor financiare, care au avut loc în Mexic și, mai ales, în Asia, obiectivul noii arhitecturi financiare, așa cum este definit de G7 și FMI, este de a controla instabilitatea financiară internațională, consideră, *André Cartapanis* și *Michel Herland*. Cu toate acestea, rămân multe întrebări. Este doar o chestiune de îmbunătățire a transparenței informațiilor, pentru a încuraja o mai bună practică financiară sau pentru a introduce reguli mult mai stricte, acceptând, în același timp, principiul limitării mobilității internaționale a capitalului? Dacă apar astfel de întrebări, aceasta se întâmplă, deoarece nu există un consens teoretic asupra disfuncției observate pe piețele financiare internaționale în anii 1990. În mod paradoxal, aceasta ne determină să reconsiderăm moștenirea teoretică, lăsată nouă de Keynes. Discuțiile despre guvernanta monetară și financiară internațională reamintește dezbaterile ridicate de Keynes, în primul rând, în *Treatise on Money*, despre îmbunătățirea sistemului standard aur și, apoi, despre pregătirea pentru Conferința de la Bretton Woods. Ar putea această nouă arhitectură financiară să nu fie văzută ca o revanșă a lui Keynes? De fapt, noua arhitectură este un compromis de lucru, care reunește principiile neo-keynesiene și neolibérale, dar care nu poate răspunde, pe deplin, provocărilor riscului sistemic (Cartapanis and Herland, 2002).

Un alt produs al crizei financiare internaționale din 2008 a fost a doua rundă de solicitări pentru o nouă AFI. Acestea au parvenit de la Gordon Brown au fost repetate de Nicolas Sarkozy și acceptate de George W. Bush.

Dar, pentru a evita reinventarea roatei și pentru a preveni greșelile previzibile, poate fi mai util de a înțelege dinamica și limitele anterioare a dezbaterilor privind arhitectura financiară internațională, consideră Barry Eichengreen (Eichengreen, 2008).

Care au fost prioritățile după criza financiară din 1998? Principalii reformatori s-au axat pe supravegherea strictă, pe reglementare, pe transparența financiară și guvernanta corporativă prin adoptarea de standarde și coduri internaționale. *Morris Goldstein* propusese, deja atunci, un standard internațional pentru supravegherea și reglementarea bancară (Goldstein, 1997). Contribuțiile ulterioare s-au generalizat la o serie de politici și practici legate de stabilitatea financiară. Ideea era că standardele și codurile conțin cele mai bune practici. Acestea ar fi oferit ținte concrete, la care țările în cauză ar putea să aspire. Conformitatea ar fi constituit un indicator vizibil pentru ceea ce s-a realizat. Standardele ar fi trebuit să pună accentul pe evaluările de piață ale practicilor naționale și să se aplice de la egal la egal, în măsura în care cei aflați în dificultate

înregistrau costuri mai mari ale împrumuturilor. Totodată se aștepta ca standardele să ofere o atenție deosebită activităților de supraveghere ale Fondului Monetar Internațional, care trebuia să restrângă, de asemenea, tentația de a ține țările în curs de dezvoltare într-o continuitate de cerințe exigente.

**Fabrizio Saccomanni**, Director General la Banca d'Italia, în perioada 2006-2012, a analizat, detaliat, planul de reformare a arhitecturii financiare internaționale după criza asiatică, în scopul de a evidenția greșelile realizate (Saccomanni, 2008). Potrivit lui, răspunsul comunității internaționale la episoadele de instabilitate, care au afectat sistemul monetar și financiar internațional, începând cu anii 1980, a fost efectuat, în general, de la caz la caz, cu accent pe factori și circumstanțe „interne”, mai degrabă decât pe determinanții „sistemici”. Acest lucru a reflectat înțelepciunea convențională, conform căreia crizele sunt inevitabile, deoarece acestea sunt, în mare parte, rezultatul unor factori umani imutabili, cum ar fi lăcomia și viciile. Crizele sunt, de asemenea, văzute ca parte a unui proces fiziologic, prin care participanții „incompetenți” de pe piață sunt eliminați, iar „cei mai potriviți” supraviețuiesc și devin mai puternici. În acest context, excesele de pe piață sunt tolerate în convingerea că se vor autocorecta într-un timp relativ scurt. Din punct de vedere politic, înțelepciunea convențională a recomandat așa-numita „house-in order-approach”. Aceasta abordare presupune că toate dezechilibrele au o origine internă, și dacă toate țările ar adopta politici adecvate la nivel național, n-ar exista probleme sistemice de rezolvat și, prin urmare, nu ar fi nevoie de un răspuns coordonat la nivel internațional. Evident, factorii interni joacă un rol în declanșarea unor situații de criză, dar ei sunt adesea amplificați și propagați de funcționarea piețelor financiare globale. Astfel, un răspuns echilibrat la crize ar trebui să vizeze, în mod ideal, ambele tipuri de factori. În realitate, răspunsul politic a fost, în general, pârtnitor în ceea ce privește adaptarea cauzelor interne ale dezechilibrelor, cum ar fi în cazul pachetelor de asistență financiară ale FMI pentru țările emergente în anii 1990. Acțiunile care vizează rezolvarea problemelor sistemice au fost sporadice sau parțiale. Intervențiile ocazionale de corectare a alinierii ratelor de schimb ale principalelor monede au fost efectuate de țările G7, dar au fost, în mare parte, de tip „verbal” în acea perioadă, în ciuda unor dovezi de succes în ceea ce privește atestarea unor tendințe nesustenabile sau nejustificate, cum ar fi aprecierea dolarului la mijlocul anilor 1980, aprecierea yenului în 1995 sau deprecierea monedei euro în 2000.

De asemenea, pe larg umflata „reforma arhitecturii financiare internaționale”, lansată de țările G7 după criza asiatico-rusă din anii 1990, s-a dovedit a fi focusată, în principal, pe necesitatea de a consolida sistemele financiare din țările emergente, în mai mare parte, prin adoptarea unei serii de standarde și coduri de conduită bună. Planul a atras critici de la un grup operativ de nivel înalt, înființat de Consiliul pentru Relații Externe și condus de Morris Goldstein, pentru a nu aborda mai multe probleme fundamentale, cum ar fi hazardul moral implicit prin acțiunile de salvare,

sponsorizat de FMI sau suprapunerea rolurilor FMI și Bancii Mondiale în gestionarea și soluționarea crizelor (Goldstein, 1998). O minoritate din Task Force, printre care **Fred Bergsten** și **Paul Volcker**, a criticat planul de a ignora problema reformării regimului cursului valutar, o omisiune pe care ei au egalat-o cu „vizionarea Hamletului fără Prințul Danemarcei”. În cele din urmă, reforma arhitecturii financiare internaționale a obligat FMI să investească o cantitate mare de resurse într-un program de Evaluare a Sectorului Financiar (FSAP), care a produs rapoarte extrem de valoroase, dar nu și citite pe scară largă, pe aproape toate țările membre ale FMI, dar cu o omisiune semnificativă; fără SUA și China. Un alt obiectiv principal al reformei, care a completat lacunele din regimul de reglementare financiară: iarăși forța FMI să se concentreze mai mult pe activitatea centrelor financiare offshore cu sediul în insule exotice, mai degrabă decât pe fondurile de hedging și alți participanți nereglementați de pe piața financiară cu o mai mare relevanță sistemică. În acest context, se poate constata că supravegherea sectorului financiar a condus la o „misiune latentă” a FMI, redirecționând resursele de la sarcina sa instituțională de bază monitorizarea politicilor macroeconomice și monetare ale țărilor membre. Această preocupare a fost subliniată direct de un înalt oficial al Trezoreriei Statelor Unite, susținând că FMI a „adormit la volanul celei mai importante responsabilități - supravegherea cursului valutar” (Adams, 2006).

Însă acest neașteptat „apel la trezire” s-a dovedit a fi mai puțin motivat de considerente de stabilitate globală, decât de preocupările mult mai prozaice ale decalajului tot mai mare al comerțului bilateral între SUA și China, atribuit, în întregime, subevaluării renminbi. Ted Truman, a concluzionat: „FMI este în eclipsă”, fiind instituția proeminentă a cooperării financiare internaționale. Prin urmare, lumea este mai rea. „A permite această eclipsă” este, probabil, cea mai importantă eroare în răspunsul comunității internaționale la provocările globalizării (Truman, 2006). Aceasta a condus la perceperea de către piețe și opinia publică, în general, a faptului că extinderea dezechilibrelor de plăți globale, fluctuații ale cursului valutar, creșterea rapidă a agregatelor monetare și de credit, primele de risc extrem de scăzute, care nu au fost văzute, reprezintă o amenințare la adresa stabilității financiare la nivel mondial. Prin urmare, comunitatea internațională s-a confruntat cu cea mai gravă criză economică și financiară din anii 1930.

Pe de altă parte, teoretizarea noii arhitecturi financiare internaționale după **Aaron Major** este ca o manifestare a „celeia de-a doua fețe a neoliberalismului” - re-reglementarea piețelor financiare prin voalarea și izolarea tehnocrată de la presiunile politice democratice. Folosind o definiție mai expansivă a noii arhitecturi financiare internaționale, care include legătura instituțională a managementului monetar internațional, împreună cu regulile și organismele de reglementare care guvernează capitalul, acest argument este dezvoltat de autor printr-o analiză a originilor și a funcțiilor a două instituții care sunt cuprinse de AFI: Acordul de Capital la Basel și difuzarea regimurilor de targetare a inflației la nivelul băncilor centrale. Autorul scoate în evidență

logica neoliberală, înscrisă în aceste instituții, și, apoi, arată modul în care aceste noi forme de logică instituțională au contribuit la criza financiară din 2008, creând numeroase oportunități și constrângeri care au dus la creșterea rapidă a pieței valorilor mobiliare garantate cu active, acordându-se o atenție deosebită întrebării ce rol ar trebui să joace băncile centrale în acest proces (Major, 2012).

Problema consolidării arhitecturii SMFI, după André Cartapanis, s-a iscat pe agenda internațională odată cu declanșarea crizelor financiare din Asia în 1997, înainte de a se răspândi pe toate piețele financiare internaționale. Dar este foarte puțin probabil ca noua arhitectură să ia forma unui set de reguli de drept, combinarea cărora ar conduce la un nou sistem obligatoriu pentru comunitatea internațională, cum ar fi crearea FMI în 1944. Este un răspuns pragmatic la instabilitatea financiară internațională și nu un progres instituțional în guvernanta monetară și financiară internațională. Noua AFI este, de fapt, asemănătoare cu o agendă de consultări internaționale, care implică o gamă largă de participanți responsabili de examinarea aspectelor legate de stabilitatea sistemului financiar internațional și de funcționarea eficientă a piețelor internaționale de capital. Sub auspiciile grupurilor G7 și G22, grupurile de lucru ad-hoc au fost înființate în aprilie 1998, pentru a face recomandări în trei domenii: sporirea transparenței și a responsabilității; consolidarea sistemelor financiare; gestionarea crizelor financiare internaționale (Cartapanis, 2001).

*Lionel Jospin*, în acest context, constată că, în pofida pozițiilor oficiale ale Franței în favoarea unei noi reglementări a sistemului internațional, se poate de pus la îndoială că există încă spațiu liber în ceea ce privește cadrul instituțional, în care s-ar putea înscrie arhitectura reînnoită a relațiilor monetare și financiare internaționale și deci reglementările, instituțiile și funcțiile finanțelor globale (Jospin, 2000).

Cu toate acestea, noua AFI nu se referă numai la tehnicile financiare în scopul de a controla mai bine instabilitatea financiară internațională prin îmbunătățirea transparenței și a supravegherii pieței. De asemenea, există mize politice, care afectează responsabilitățile atribuite piețelor și statelor în prevenirea și gestionarea crizelor.

Prin urmare, interesul unei economii politice a noii arhitecturi financiare internaționale este să indice opțiunile doctrinale, dar și regulile jocului, pe care le acoperă și care implică un nou compromis neoliberal, ambele ambigue și neterminate (Flandreau, 1999).

În concluzie am putea afirma că șocurile din SMFI în ultimii douăzeci de ani au forțat revizuirea moștenirii teoretice și practice, lăsate, în trecut, de către cercetătorii, care au stat la bazele constituirii unei arhitecturi financiare la nivel internațional. Aceasta ca urmare a faptului că metodele și practicile științifice deja dezvoltate s-au dovedit a fi neadecvate în depășirea perturbărilor stabilității sistemelor financiare și economice.

## **Capitolul 2. TRANSPUNEREA NOII ARHITECTURI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA SISTEMELOR FINANCIARE NAȚIONALE**

„ Dificultatea nu constă atât în dezvoltarea ideilor noi,  
cât în degajarea celor vechi “  
John Maynard Keynes

Remodelarea rapidă a economiei mondiale necesită schimbări fundamentale în modul de a evalua și a analiza fenomenul mondo-financiar. Inovația și digitalizarea se situează, astăzi, pe primele locuri în ordinea de zi. Ca urmare, ordinea monetară internațională va impune noi reconfigurări.

Într-un astfel de anturaj, e nevoie, ca niciodată, de rațiune și de multă înțelepciune. Iar între rațiune și înțelepciune, există diferență.

În practica economică și politică, postulatul rațiunii, adică al bunului-simț, are o importanță primordială. La nivelul sistematizării (generalizării) teoretice și la studierea tendințelor obiective e nevoie de înțelepciune. Noi admirăm lucrările marilor economiști, pentru faptul că găsim, acolo, cunoștințe permanente și o înțelepciune pură. În iscusința combinării scării teoretice cu bunul simț se ascunde legătura atât de necesară pentru toți între știință și practică.

### **2.1. Mecanismul funcționării arhitecturii financiare internaționale**

Economia mondială are o structură ierarhică, multidimensională, dar, în același timp, constituie un subsistem în raport cu societatea în ansamblu. Proprietatea immanentă a unui sistem economic este evoluția sa ca un proces cumulativ de schimbări în societate. Schimbările profunde ale sistemului, care conduc la apariția unui nou sistem, se consideră transformarea. Aceasta are o caracteristică temporală și depinde de activitatea forțelor, care au fost marcate de schimbări la scară largă în sferile economice, politice, sociale și tehnologice.

Majoritatea experților consideră că industria financiară este lider în aceste procese, iar transformările din ultimele decenii sunt numite globalizare financiară, revoluție financiară, *financialization*. În rezultatul acestor procese, s-au format finanțele internaționale, dar și un nou tip de economie - economie financiară (*financial economics*).

Transformările financiare în sistemele economice, rezultate dintr-o evoluție calitativă și o creștere cantitativă a capitalului, necesită, în mod obiectiv, o înțelegere a esenței acestor fenomene din perspectiva unei metodologii. O atenție deosebită în aceste condiții i se atribuie AFI, care se transformă într-o dominantă a relațiilor economice.

Definitivarea instituțională și juridică a AFI a avut loc odată cu înființarea FMI și a BM și a încheierii agrementelor internaționale la conferința de la Bretton Woods în 1944. Însă premisele formării AFI au apărut deja în anii 20 ai secolului XX, când la conferințele de la Bruxelles (1920)

și Genova (1922), s-a pus problema reglementării multilaterale a relațiilor economice internaționale.

În timp ce noțiunea de AFI este frecvent utilizată în ultimii 20 de ani, până în prezent, nu există o definiție general acceptată a acestui termen și nici al conținutului său economic.

Cuvântul “arhitectură” provine din limba latină (*architectura*), adaptat, la rândul său, din cuvântul grecesc *arkhitekton*. Acesta este un cuvânt compus din *arkhi* (lider, șef, cel pe care se poate urma) și *tektion* (constructor, artizan, creator, planificator, maestru în domeniu).

Potrivit Dicționarului Explicativ Român, termenul de “arhitectură” înseamnă știința și arta de a proiecta și a construi edificii după anumite concepții estetice și reguli tehnice.<sup>1</sup> Construirea presupune dintotdeauna procese complexe, care, observate în detaliu, ne permit să constatăm că se pot organiza în diferite moduri, cu diferite nuanțe și cutume, după diferite cadre legislative și cu rezultate uzuale din perspectiva calității arhitecturii obținute. A construi înseamnă relații și comunicare, evoluție și decizii.

Trasând o analogie cu termenul „arhitectura”, am putea considera că de fapt, cadrul arhitecturii financiare globale se constituie din principiile de construcție, exploatare și dezvoltare a structurii instituționale a sistemului financiar mondial. O astfel de interpretare a esenței AFI, ar putea fi înșelătoare, dacă o înțelegem în sensul strict al cuvântului.

De aceea, din punctul nostru de vedere, în ceea ce privește AFI, este mai oportun de a o asocia cu analogia, mai degrabă, a arhitecturii computerului (software, network), care acoperă întreaga funcționalitate și legăturile între componentele sistemelor software de mari dimensiuni. O privire din punct de vedere al arhitecturii software, asupra unui sistem este abstractă, dezvăluind detalii de implementare, algoritmi și structuri de date, dar concentrându-se pe interacțiunea și funcționalitatea componentelor stabilite (Bass, et al., 2012).

*Arhitectura* a devenit o componentă crucială a procesului de design al unui sistem. Pentru început, am putea conchide că *architectura* definește elemente. Arhitectura cuprinde informații legate de cum interacționează elementele între ele. Aceasta poate duce la omiterea intenționată a elementelor care nu au de a face cu funcționalitatea celorlalte elemente. Astfel, se poate spune că arhitectura este o abstractizare a unui sistem care restricționează detaliile elementelor pentru care nu contează cum se folosesc, se leagă sau interacționează cu celelalte elemente. În majoritatea sistemelor moderne, elementele interacționează prin intermediul interfețelor care partajează detaliile în private și publice. Arhitectura se concentrează pe partea publică a acestor interfețe – detaliile private, care au de-a face strict cu implementarea internă, nu țin de arhitectură.

---

<sup>1</sup> Academia Română, Institutul de Lingvistică „Jorgu Iordan”. *Dicționarul explicativ al limbii române*, ediția a II-a revăzută și adăugită, București: Editura Univers Enciclopedic Gold, 2016, 1376 p



Dacă facem similitudine cu arhitectura software, atunci, după **Len Bass** „arhitectura unui sistem informatic este structura sau structurile din sistem, care cuprind elemente software, caracteristicile externe ale acestor elemente și relațiile dintre ele” (Bass, et al., 2012).

Prin caracteristici externe, se înțeleg caracteristicile pe care alte elemente pot presupune că le are elementul în cauză, cum ar fi serviciile oferite, indici de performanță, toleranța la defecte, utilizarea resurselor comune, etc.

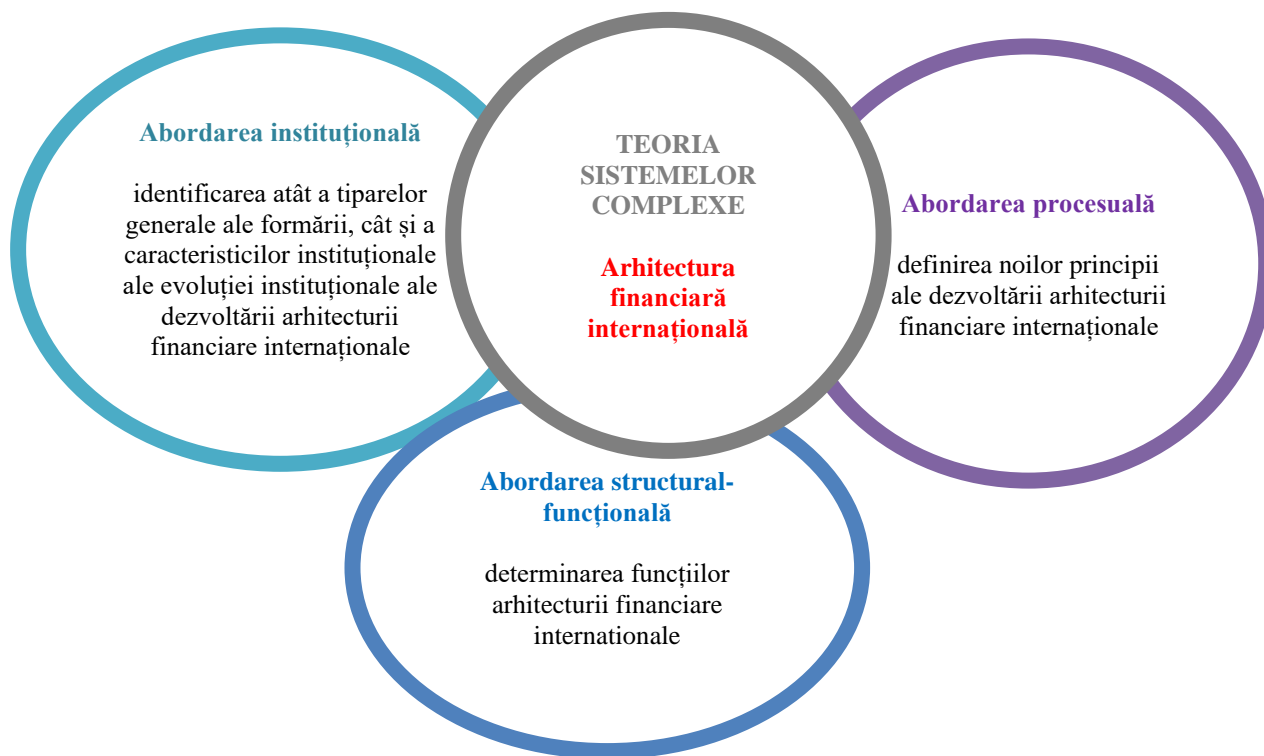
În continuare, vom încerca să elucidăm esența arhitecturii sistemului financiar internațional prin analogie cu arhitectura software. Definiția lui Bass clarifică faptul că un sistem poate și chiar cuprinde mai mult decât o singură structură software și nu se poate ca o structură, singură, să fie considerată arhitectură. De exemplu, fiecare proiect, cu un anumit nivel de complexitate, este împărțit în mai multe faze și task-uri; fiecare fază are stabilite activitățile și rezultatele cuprinse și, de cele mai multe ori, este baza de lucru pentru echipele de implementare. O astfel de fază sau task cuprinde, pe de o parte, date și software care pot fi accesate de alte echipe sau pot fi folosite în alte faze, iar pe de altă parte, date private, interne. În proiectele mari, pentru o fază există mai multe echipe/sub-echipe care se ocupă de taskurile prevăzute. Acest tip de structură seamănă cu o structură folosită pentru descrierea unui sistem software. Se poate spune că este static în felul în care funcționalitatea sistemului este descompusă și împărțită la echipele de implementare. Alte structuri se vor concentra mai mult pe felul în care componentele interacționează între ele în timpul derulării sistemului, pentru a asigura funcționalitatea specificată.

Din afinitatea acestor două concepte, reiese faptul că SMFI are o AFI, deoarece orice sistem poate fi definit ca și cuprinzând mai multe elemente și relațiile dintre ele. În cel mai simplu caz, un sistem este, în sine, un element component – un caz care nu prezintă niciun interes și care, probabil, nu este de mare folos, dar, fără îndoială, este o arhitectură. Deși fiecare sistem are o arhitectură, nu este exclus faptul că nimeni să nu aibă toate detaliile legate de acea arhitectură. Acest caz face diferența între *arhitectura sistemului* și efectiv *reprezentarea acestei arhitecturi*. Din păcate, o arhitectură poate exista independent de descrierea sau specificațiile ei, ceea ce ridică probleme în funcționarea arhitecturii financiare și reformarea arhitecturii în situații necesare.

Funcționalitatea fiecărui element face parte din arhitectură până la punctul în care poate fi observată sau stabilită din contextul altui element. Un astfel de comportament permite elementelor să interacționeze între ele, ceea ce am stabilit că face clar parte din arhitectură. Acest aspect vine în sprijinul afirmației că liniile și casetele din reprezentarea AFI nu sunt, sub nicio formă, arhitecturi, ci simple linii și casete, care servesc drept puncte de reper, pentru a oferi informații despre fiecare element (fig.1.2). Nu se presupune că funcționalitatea exactă a fiecărui element trebuie documentată în detaliu, în toate cazurile; totuși, având în vedere faptul că însușirile unui element afectează felul în care alt element trebuie implementat sau influențează compatibilitatea

sistemului ca întreg, această funcționalitate face parte din arhitectură. AFI poate fi privită și ca o totalitate de relații economice, în baza cărora se determină atât principiile construirii SMFI și ale sistemelor financiare naționale, cât și ale instituțiilor financiare, din care se compun sistemul financiar internațional dar și sistemele financiare naționale.

Cât privește aspectele legate de „calitatea” arhitecturii – este o arhitectură bună sau nu – un mecanism „*trial-and-error*” nu este acceptabil pentru alegerea arhitecturii pentru SMFI.



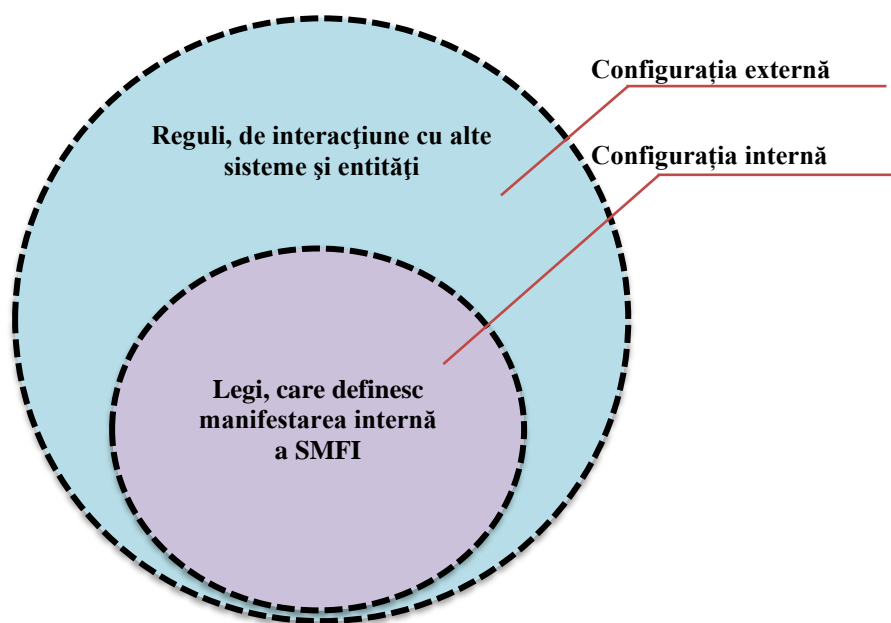
**Figura 2.1. Cercetarea arhitecturii financiare internaționale din perspectiva teoriei sistemelor complexe**

**Sursa:** elaborat de autor .

Teoria sistemelor complexe, din punctual nostru de vedere se înscrie cel mai bine în cadrul generală al cercetării științifice și a dezvoltării AFI. Abordările care caracterizează această teorie și pot fi aplicate în cadrul cercetării AFI sunt: abordarea instituțională, care permite identificarea atât a tiparelor generale ale formării, cât și a caracteristicilor instituționale ale evoluției AFI; abordarea procesuală, în cadrul căreia cel mai eficient poate fi explicată definirea noilor principii ale dezvoltării AFI; abordarea structural-funcțională, care permite determinarea funcțiilor arhitecturii financiare internaționale.

Totodată, în contextul teoriei sistemelor complexe am putea considera că arhitectura SMFI se constituie din totalitatea normelor, a legilor sau a regulilor care structurează ordinea proprie a sistemului financiar internațional. În această circumstanță, se diferențiază legi care definesc manifestarea internă a sistemului (propria configurație internă), dar și legi care definesc

comportamentul SMFI în mediul său de existență, regulile de interacțiune cu alte sisteme și entități din cadrul acestuia. Arhitectura SMFI este deci echivalenta caracterului acestuia.



**Figura 2.2. Contururile arhitecturii financiare internaționale**

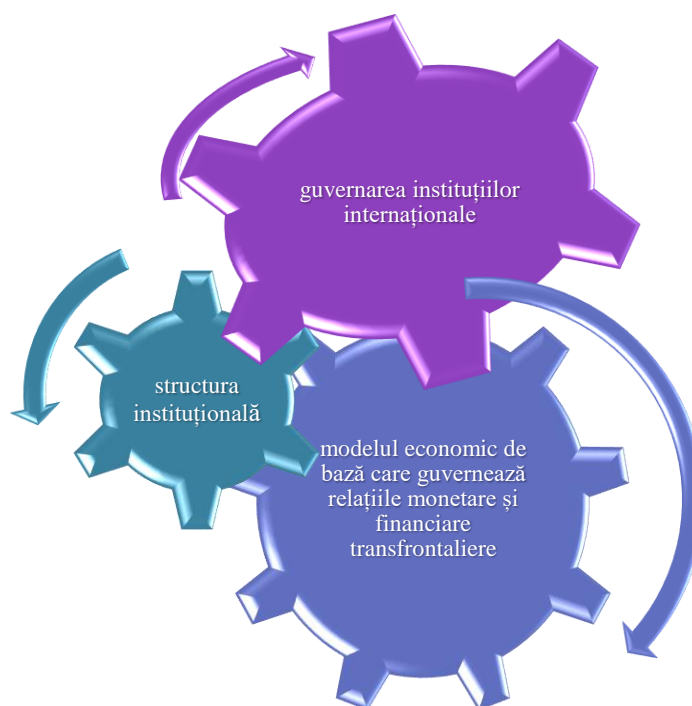
*Sursa: elaborat de autor..*

Analiza mecanismul funcționării AFI o vom realiza, luând în considerare fațetele sau elementele interdependente ale arhitecturii financiare evidențiate de Andrew Crockett (Crockett, 2010) și anume:

- în primul rând, modelul economic de bază, care guvernează relațiile monetare și financiare transfrontaliere;
- în al doilea rând, structura instituțională, care există pentru a gestiona și, dacă este necesar, de a adapta aceste relații;
- în al treilea rând, distribuția autorității decizionale în instituțiile internaționale (“guvernarea” lor).

Toate aceste trei aspecte ale AFI au fost profund afectate de modul în care a evoluat economia mondială în ultimele decenii, dar și de anumite tendințe care s-au transformat, la un moment, în criza actuală. Totodată, aceste elemente se modifică în continuare, ca rezultat al lecțiilor obținute în urma celor mai recente disfuncționalități.

Configurația modernă a relațiilor monetar-financiare internaționale s-a conturat după dezmembrarea sistemului de la Bretton Woods, cauzată de contradicțiile interne. În continuare, vom încerca să punctăm principalele învățăminte, deduse din destrămarea sistemului de la Bretton Woods, nu atât pentru a ne mai aminti încă o dată de lecțiile istoriei, ci pentru a înțelege mai bine modelul economic de bază, care guvernează relațiile monetare și financiare internaționale și care influențează design-ul AFI.



**Figura 2.3. Elementele arhitecturii financiare internaționale**

**Sursa:** elaborat de autor în baza: (Crockett, 2009).

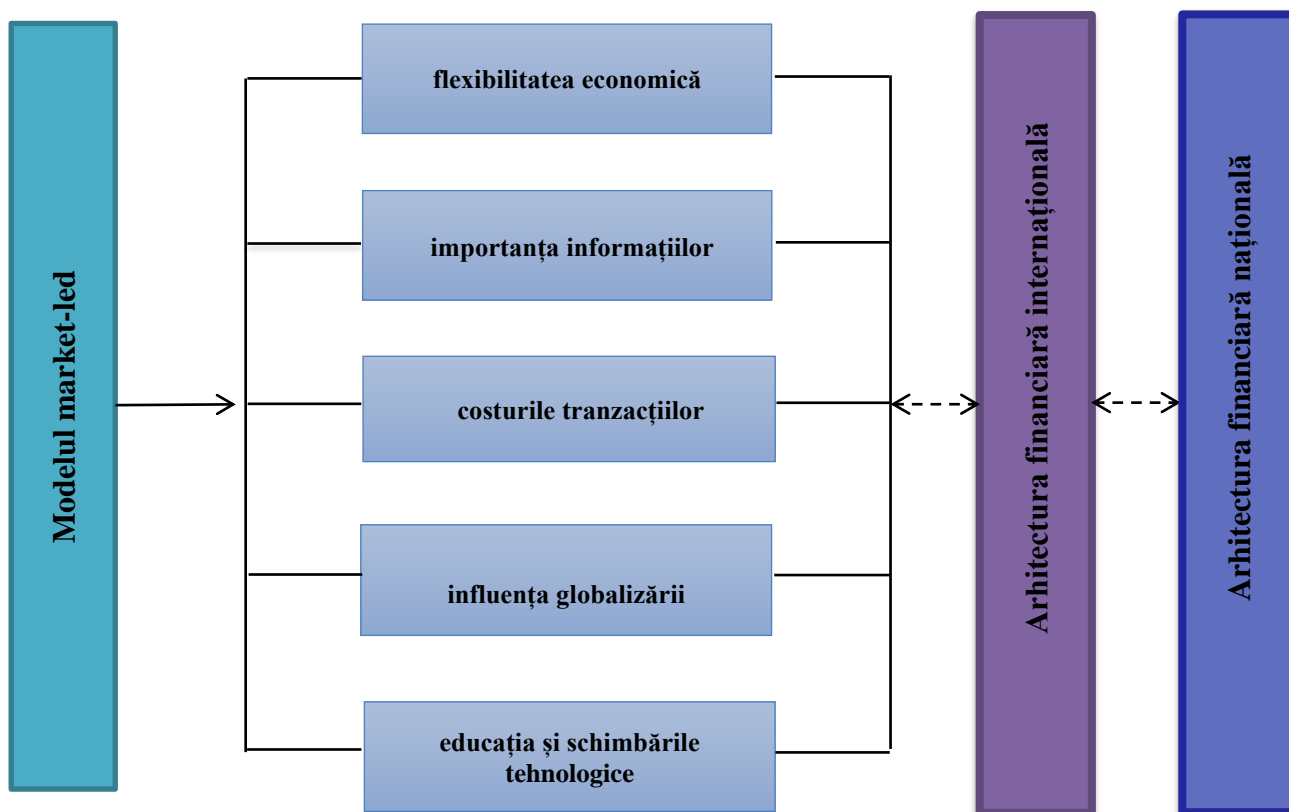
Pentru a înțelege mai bine evoluția arhitecturii financiare în contextual dezvoltării economiei mondiale trebuie, să punctăm tendințele de bază ale acesteia.

Prima tendință majoră a erei postbelice a fost ascensiunea filosofiei pieței libere. Acest lucru a condus la focusarea pe piețele financiare deschise și globale, ca un mecanism principal de transmisie a alocării internaționale de resurse.

Tendințele expuse, precum și întrebările apărute în privința arhitecturii financiare, au avut implicații majore pentru economiile asiatice. Țările asiatice au fost atât beneficiarii, cât și, ocazional, victimele globalizării financiare. Acestea au fost țările în care s-a înregistrat o creștere semnificativă a PIB-ului și a exporturilor. Prin urmare, țările asiatice au avut un interes special pentru un cadru mai robust al finanțelor internaționale și într-o partajare mai echitabilă a procesului autorităților decizionale. Dar, până la declanșarea crizei, au jucat un rol relativ minor în design-ul și gestionarea SMFI. În cele din urmă, ca rezultat al crizei asiatice, a fost nevoie de accentuat rolul relativ al diferitelor țări, pentru a reflecta noile realități ale echilibrului global al puterilor economice.

În concluzie, în cazul în care, anterior, deciziile guvernamentale au dominat managementul SMFI, în ultimele decenii ale secolului XX, forțele pieței au fost în mare măsură ghidate de fluxurile transfrontaliere de resurse reale și financiare. Sigur, nu toate țările, în aceeași măsură sau în același ritm, s-au modificat, multe piețe emergente, și în prezent, își administrează cursurile valutare și mai sunt menținute unele controale de capital.

Dar, după cum relatează Andrew Crockett de la începutul secolului actual, este posibil de spus că arhitectura de bază a SMFI se bazează pe forțele pieței, care, la rândul lor, funcționează pe sprijinul piețelor globale și deschise de capital. Statele lumii au acceptat în general responsabilitatea de a urmări politicile monetare și fiscale interne prudente, însă se presupune că acestea sunt coerente permițând forțelor pieței să determine cursurile valutare și fluxurile financiare internaționale (Crockett, 2009).



**Figura 2.4. Canalele de influență a modelului market-led asupra arhitecturii financiare internaționale și arhitecturii financiare naționale**

*Sursa: elaborat de autor.*

Pentru a înțelege, dintr-o perspectivă mai largă, cum influențează modelul market-led asupra AFI, este oportun de analizat mai multe aspecte (fig.2.4), printre care: flexibilitatea economică, importanța informațiilor, costurile tranzacțiilor, influența globalizării, educația și schimbările tehnologice.

Structura instituțională este un element de bază al AFI și joacă un rol important atât în funcționarea economiei mondiale, cât și a economiilor naționale. Sistemul instituțional al SMFI, generează stimulente productive și contraproductive pentru agenții economici, iar istoria economică este o combinație din tendințe divergente de dezvoltare. Instituțiile joacă un rol profund în societate: ele sunt factori fundamentali în funcționarea sistemelor economice pe termen lung.

Cercetarea particularităților dezvoltării instituționale ale arhitecturii financiare globale este determinată de tendințele moderne ale paradigmei științifice în domeniul social. Astfel,

**Douglass North** constată că dezvoltarea teoriei schimbării instituționale pare o condiție esențială pentru progresul în continuare al științelor sociale, în general, și al celor economice, în special. În prezent, teoria neoclasică (precum și alte teorii din instrumentariile științelor sociale) nu poate da o explicație satisfăcătoare a diferențelor funcționării societăților și a economiilor atât la un moment dat, cât și pentru o perioadă anumită. Argumentele teoriei neoclasice nu sunt convingătoare, având în vedere faptul că, modelul său explică diferențele individuale în funcționarea economiilor (spre exemplu, în volumul investițiilor în educație, în rata de economisire, etc), dar totuși nu justifică de ce încercările de a lua măsuri necesare nu izbutesc, chiar dacă acestea, de regulă pot oferi un randament ridicat. Iar randamentul se determină de instituții (North, 1996).

Modificarea instituțională este un proces complex, deoarece schimbările marginale (*changes at the margin*) pot fi rezultatul modificării regulilor, al restricțiilor informale, al modalităților și al eficacității constrângerii de a impune reguli și restricții. Mai mult decât atât, procesul de modificare instituțională este, de obicei, vizibil, mai degrabă, decât discret. Explicația cum și de ce apar schimbările vizibile și de ce chiar modificările discrete nu sunt complet discrete, își au rădăcinile în restricțiile informale din societate. Deși regulile formale pot fi schimbate peste noapte prin decizii politice sau juridice, restricțiile informale, care se încadrează în obiceiuri, tradiții și coduri de conduită sunt mult mai puțin susceptibile la eforturile umane conștiente. Aceste restricții culturale nu numai că leagă trecutul cu prezentul și viitorul, ci și ne dau cheia înțelegerii pentru calea dezvoltării istorice.

Schimbările transfrontaliere din sistem provoacă schimbări ale costurilor tranzacțiilor, ceea ce, la rândul său, conduce la necesitatea de a revizui regulile, normele și contractele la diferite niveluri. În acest caz, lipsa strategiei schimbării instituționale sau tactica nereușită de punere a acesteia în aplicare provoacă încălcarea unității regulilor formale, escaladarea conflictului instituțional între instituțiile dominante formale și diverse instituții informale.

Deoarece rezultatele dezvoltării instituționale se manifestă pe o perioadă lungă de timp, abordarea instituțională este imperativă pe termen lung, în cadrul căreia se analizează dinamica și structura endogenă a participanților implicați în procesul de schimbare și se analizează adaptabilitatea instituțiilor la noul mediu.

AFI, în calitate de o abstractizare a SMFI, nu apare simultan, dar se transformă treptat pe parcursul evoluției sale. Fiecare dintre etapele formării sale diferă prin rezolvarea unei anumite game de sarcini în condițiile constrângerilor instituționale: costurile tranzacției, caracterul complet al informațiilor și caracteristicile proceselor decizionale, reieșind din rigorile existente. În consecință, AFI se va ridica la un nou nivel, realizându-și capacitatea instituțională. Limitele temporale ale etapelor sunt, în mare măsură, condiționate. Cu toate acestea, selecția lor permite să

se stabilească salturi calitative sau, cu alte cuvinte, puncte de creștere instituționale progresive a unei arhitecturi financiare internaționale, în calitate de entitate holistică.

Structura unui sistem, ca expresie a interdependențelor și a relațiilor dintre elemente sale este rezultatul mișcării (elementelor) sale într-un anumit sistem. Atingând raporturi (proporții) care sunt optime în condițiile date, elementele se autoorganizează, ordonându-se într-o formațiune sistemică relativ stabilă - integrată. Rolul structurii obiectului este întotdeauna dual. Pe de o parte, ea oferă stabilitate, echilibru unui sistem care se dezvoltă într-un mediu flexibil. Pe de altă parte, structura stabilește, pentru elementele sale, un tunel de libertate pentru dezvoltarea evolutivă în cadrul integrității obiectului. Prin urmare, structura statică, inflexibilă nu poate fi absolutizată. Scopul structurii nu se rezumă la o fixare rigidă a unor relații, stabilite odată cu elementele și funcțiile lor. Orice structură, în anumite limite, permite unui obiect să-și schimbe proprietățile și parametrii, să se adapteze la un mediu extern, aflat în schimbare rapidă. Din aceasta, rezultă un adevăr: conceptul de “structură” exprimă unitatea dialectică a stabilității unui obiect, a elasticității și variabilității acestuia.

Dezvoltarea firească a interdependențelor și a relațiilor de elemente poate duce la apariția unor noi blocuri și distrugerea celor vechi, transferuri de funcții de la un element la altul, realocări semnificative în structura integrității. Trebuie remarcat faptul că aceste caracteristici nu constituie prerogativele sistemului dezvoltat (matur); ele sunt pe deplin adevărate pentru obiect, trecând etapa formării sale - trecerea de la cea mai simplă, din punct de vedere istoric, formă de existență a obiectului, la un sistem cu o structură dezvoltată.

Structura instituțională a unui sistem este determinată, în primul rând, de cât de bine răspunde la obiective; în al doilea rând, de cât de eficiente sunt conflictele de nivelare în acest sistem; în al treilea rând, de restricțiile în acțiunile indivizilor și ale asociațiilor acestora. Schimbarea instituțiilor în sistem, a interconexiunilor între ele, potrivit lui North, înseamnă transformarea ordinii în acest sistem. Cadrul de bază al sistemului instituțional al economiei este matricea instituțională care include, în diferite măsuri, instituțiile pieței și subsistemele nonpiață.

Arhitectura SMFI, în comparație cu alte instituții ale economiei globale, este specifică și capabilă să se modifice radical atât în timp, cât și în spațiu.

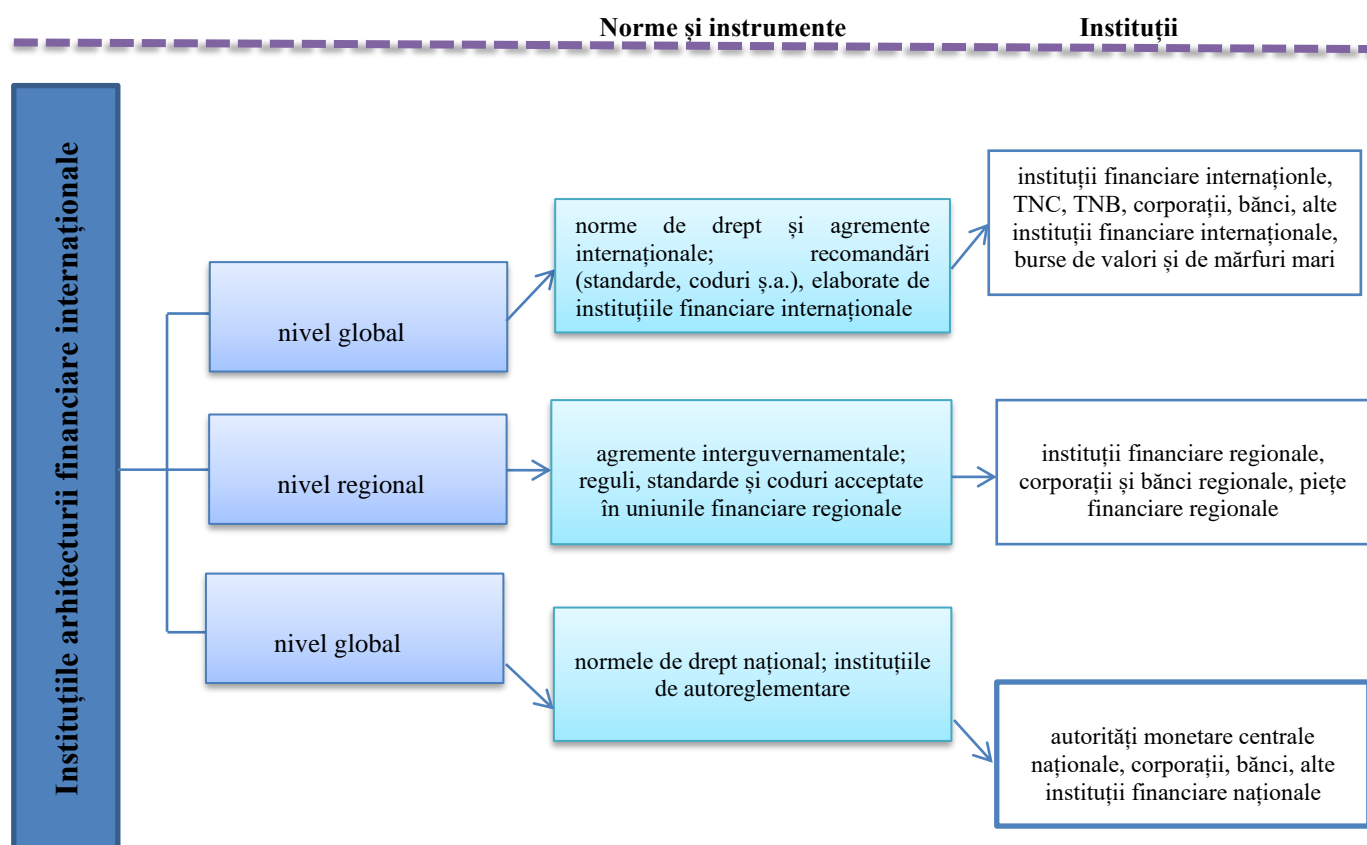
Folosind această particularitate a AFI, este posibil de evidențiat trei componente principale:

*Național:* domeniul de acțiune acoperă funcționarea financiară a sistemelor naționale, pentru a stabili cea mai favorabilă combinație între stabilitatea unei unități monetare naționale, nivelul de liberalizare a sectorului financiar intern și punerea în aplicare a funcțiilor regulatorului național.

*Internațional*: acoperă activitățile statelor, întru a depăși contradicțiile în stabilirea liberei circulații a capitalurilor și în conservarea autonomiei relative a țării, folosind mecanisme de politică monetară.

*Global (supranațional)*: după scara acțiunii, reprezintă un mecanism de gestionare a comunității internaționale în ansamblu, dar nu limitarea suveranității statelor prin sistemul instituțiilor financiare internaționale

Dacă ne referim strict la structura instituțională a AFI, părțile ei componente sunt sistematizate în figura de mai jos:



**Figura 2.5. Structura instituțională a arhitecturii financiare internaționale**

**Sursa:** elaborat de autor în baza: (Андропова, 2016).

Din figură, se evidențiază faptul că AFI are un caracter ierarhic, bazându-se pe structuri liniare, funcționale, regionale și de proiecte.

Nivelul global (supra-național) de dezvoltare al AFI include dezvoltarea unui nou mecanism de control al comunității internaționale în ansamblul său, printr-un sistem de instituții financiare, fără a limita suveranitatea statelor individuale. O componentă importantă a AFI o constituie instituțiile financiare, a căror activitate este o combinație de relații contractuale complexe pe mai multe niveluri, în care se realizează un număr mare de tranzacții, se distribuie active financiare și se formează resurse de investiții pentru creșterea economiei. Evoluția AFI se



realizează prin transformarea instituțiilor financiare, deoarece acestea definesc rata și nivelul de dezvoltare a economiei naționale, regionale și globale.

Eficiența funcționării AFI, depinde, în mare măsură, de cât de echilibrate și de interconectate sunt elementele sale. Depășind deformarea structurii instituționale a AFI, este posibilă creșterea eficienței generale a funcționării acesteia. În acest sens, o importanță deosebită o dobândește problema menținerii echilibrului dinamic în dezvoltarea AFI ca unitate integrantă a elementelor structurale și a funcțiilor sale. Reducerea probabilității de luare a deciziilor eronate e posibilă numai dacă se folosesc anumite principii de dezvoltare a AFI, clar formulate și care ar putea servi drept orientare pe termen lung pentru îmbunătățirea acesteia.

Din analiza particularităților dezvoltării instituționale a AFI moderne, putem conchide că există premise instituționale pentru formarea unei noi paradigme în contextul globalizării. Rezultatele etapelor anterioare (atât pozitive, cât și negative) sunt salvate și reproduse, ulterior, în procesul de adoptare a inovațiilor instituționale. În același timp, are loc selecția instituțională - selectarea normelor și a regulilor care corespund cel mai bine sarcinilor noului stadiu al evoluției (Lopotenco, 2021).

Finanțele internaționale nu pot fi înțelese, în mod corespunzător fără referire la aranjamentele de guvernare globală, care modelează mediul de reglementare în care acționează actorii financiari. Regulile și condițiile de joc ale SMFI, organizațiile, regimurile, principiile, normele, reglementările și procedurile de luare a deciziilor, care guvernează totul - de la practicile financiare și standardele contabile la relațiile monetare și împrumuturile oficiale transfrontaliere - au un impact profund asupra felului cum funcționează acest sistem. Chiar dacă finanțele internaționale sunt concepute, în mod obișnuit, ca un domeniu în mare măsură nereglementat, acestea sunt, în general, ținute împreună printr-un angajament față de un anumit set de priorități politice din partea actorilor-cheie ai guvernării globale. Cu alte cuvinte, lipsa reglementării nu implică o lipsă de guvernare. Principiile și practicile care au stat la baza unor aranjamente specifice guvernării globale - cum ar fi standardul de aur clasic, Bretton Woods și regimul actual - reflectă angajamentele condiționale din punct de vedere istoric și social privind prioritățile politice specifice. Pe măsură ce puterea, interesele și ideile se dezvoltă, prioritățile care ghidează guvernarea globală, la fel, evoluează. Schimbările structurilor de guvernare, la rândul lor, au ca rezultat modificări ale funcționării piețelor financiare. Înțelegerea forțelor sociale, politice și istorice, care determină administrarea finanțării globale, este deci crucială pentru îmbunătățirea guvernării financiare globale, pentru a deveni mai eficientă.

Crizele financiare, care s-au declanșat după trecerea la SMFI din Jamaica, i-au impus atât pe guvernanți, cât și pe mediul academic să găsească un nou model de distribuție a autorității decizionale în instituțiile internaționale.

Analizând cauzele producerii crizelor financiare, experții, în mare parte, au subliniat doi factori:

- contagiunea financiară;
- acordarea de către FMI, a creditelor, unor țări pentru îmbunătățirea economiei, ceea ce i-a încurajat pe investitori privați să-și asume riscuri (nejustificate). Acesta apare, dacă o parte a tranzacției are posibilitate să transfere toate cheltuielile celeilalte părți. Instituțiile financiare internaționale nu au reușit să prevină și să combată eficient crizele izbucnite. Potrivit lui George Soros, metodologia FMI a fost concepută pentru a depăși dezechilibrele din sectorul public, iar înțelegerea modului cum funcționează piețele financiare a lăsat mult de dorit (Soros, 2008).

Examinând comportamentul FMI înainte și în timpul crizei din 1997-1999, el a evidențiat două probleme principale: una dintre ele este legată de asimetria dintre măsurile de prevenire a crizei și de combatere a acesteia; cealaltă ține de asimetriile în relațiile cu creditorii și debitorii „, precum și cu erorile FMI în politica economică (erori în determinarea cauzelor și amploarei crizei) (Soros, 2008). Din punctul său de vedere, cauzele acesteia sunt un șir de circumstanțe, precum: „FMI nu poate interveni activ în politicile economice interne ale țărilor membre decât în situații de criză, atunci când țările apelează la el pentru ajutor”; „FMI nu dispune de resurse suficiente pentru a îndeplini funcțiile unui creditor de ultimă soluție”; Lobby-ul FMI pentru interesele naționale ale țărilor care sunt membre-cheie.

Trebuie de menționat că, din a doua jumătate a anilor 90 a secolului trecut, FMI a luat o serie de măsuri care vizau realizarea transparenței piețelor financiare, așa-numitele „reforme din a doua generație” (față de canalele tradiționale de relații cu țările membre). Acestea includeau:

- elaborarea, adoptarea și diseminarea codurilor de „bune practici” în domeniul politicilor fiscale, monetare, financiare și monetare, a căror respectare ar contribui la stabilitatea financiară și macroeconomică atât pe plan intern, cât și pe plan internațional;
- implementarea standardelor speciale pentru diseminarea datelor și implicarea tuturor statelor membre în sfera lor de aplicare. Cele mai importante dintre acestea includ date privind rezervele valutare, tranzacțiile forward ale băncilor centrale, datoria curentă pe termen scurt și datoria externă totală.

Pe baza monitorizării SMFI, FMI a început să publice un raport privind stabilitatea financiară globală de două ori pe an. O serie de modificări au fost făcute în structura organizatorică a FMI. În legătură cu includerea în sfera sa de activitate a reglementării relațiilor monetar financiare internaționale, Comitetul provizoriu al FMI pentru SMFI a fost transformat, în septembrie 1999, în Comitetul Monetar și Financiar Internațional, un organism permanent de planificare strategică a FMI pe probleme legate de funcționarea SMFI. În 2001, a fost creat

Departamentul pentru piețe internaționale de capital, care, în iunie 2006, a fost transformat în Departamentul sistemelor monetare și al piețelor de capital. Principalele sale sarcini au fost: identificarea riscurilor potențiale pentru stabilitatea financiară și macroeconomică globală și introducerea mecanismelor de protecție pentru prevenirea crizelor financiare, reducerea și gestionarea riscurilor. În aprilie 1999, după cum s-a mai menționat, a fost înființată o nouă organizație financiară internațională, Forumul de stabilitate financiară (*Financial Stability Forum* - FSF), de către miniștrii finanțelor și guvernatorii băncilor centrale din țările G7. Acesta a fost creat cu scopul de a promova stabilitatea financiară internațională prin schimbul de informații și prin cooperarea internațională în domeniul supravegherii financiare. Membrii săi au fost ministere de finanțe, bănci centrale și alte autorități de supraveghere financiară din 12 țări, 5 organizații financiare internaționale (BIS, ECB, IMF, OECD, WB) și 6 instituții, asociații și organizații, de stabilire a standardelor internaționale în domeniul piețelor financiare (3 comisii ale BIS, Asociația Internațională a Supraveghetorilor în Asigurări (*International Association of Insurance Supervisors* – IAIS), Consiliul pentru Standarde Internaționale de Contabilitate (*International Accounting Standards Board* - IASB) și Organizația Internațională a Reglementatorilor Valorilor Mobiliare (*International Organization of Securities Commissions* - IOSCO)). FSF a sprijinit 12 standarde-cheie de securitate a sistemului financiar, care au constituit un set de bune practici globale în diferite aspecte ale funcționării și reglementării piețelor financiare.

După ultima criză financiară, a devenit evident că acele organisme care se ocupau cu probleme specifice de reglementare a piețelor financiare s-au dovedit a fi cele mai eficiente în rezolvarea proceselor legate de depășirea crizei și crearea unei noi arhitecturi financiare internaționale. În ceea ce privește instituțiile financiare internaționale, activitatea lor a fost apreciată de mulți experți ca fiind inefficientă, fragmentată, nepermițând să prevină crizele și să le contracareze activ. Mai mult decât atât, prerogativa lor nu includea, în mod clar, dezvoltarea directă și crearea unei noi infrastructuri a AFI.

În această ordine de idei, pentru a umple vacuumul, țările cu economii mature au început să organizeze întâlniri informale periodice, unde se discutau aceste interacțiuni. De fapt, acest proces a demarat încă din mijlocul anilor 1970, cu întâlniri ale miniștrilor de finanțe din SUA, Franța, Germania și Regatul Unit. Grupul s-a extins și Japonia a fost inclusă în acest grup. Ulterior, Italia și Canada au fost invitate să participe, iar organismul rezultat a fost cunoscut timp de 20 de ani ca G7. În perioada 1997 și 2014, în grup, a participat și Rusia și prin urmare a fost numit drept G8. G7, potrivit lui Crockett, și-a început activitatea, concentrându-se asupra problemelor dintre membrii săi, cum ar fi relațiile dintre cursul valutar (Crockett, 2009). Contractele de referință privind relațiile de schimb valutar au fost atinse la reuniunile de la Plaza și Louvre. De-a lungul timpului însă, G7 și-a extins aria de interes pentru a deveni o “direcție” informală și autonomită

pentru gestionarea SMFI într-un mod mai larg. Din punct de vedere pozitiv, patru aspecte sunt demne de remarcat. În primul rând, apariția procesului G7 a antrenat direct principalele țări în gestionarea sistemului, ceea ce s-ar fi putut întâmpla până atunci, numai dacă FMI ar fi fost în centrul de cooperare. În al doilea rând, rețeaua de comitete de piață de la BIS a avut o mai mare flexibilitate, pentru a se adapta circumstanțelor în schimbare. În general, s-a acceptat evoluția piețelor financiare, fără a fi puse într-un “model” specific de cooperare internațională. În al treilea rând, noile organisme presupuneau întâlniri regulate ale directorilor, adică cei responsabili de luarea deciziilor în țările lor respective. În al patrulea rând, forma predominantă de cooperare a fost schimbul de informații, cu încercări limitate de a lua decizii coordonate. Acest lucru a facilitat consolidarea încrederii și a evitat unele dintre problemele care ar fi apărut în încercarea de a forța țările să urmeze politicile dictate de reguli formale. Dar proliferarea grupărilor internaționale și concentrarea puterii în mâinile grupurilor mai mici au avut și dezavantaje majore. Nu a existat o viziune generală asupra modului în care ar trebui gestionat sistemul și unde ar putea apărea amenințări la adresa stabilității. Totuși cel mai mare eșec evident, fost prevenirea crizei *subprime*.

Mai multe lecții decurg din acest eșec. În primul rând, un sistem internațional, bazat pe forțele pieței, gestionat numai prin așa numita reglementare “*light touch*” (ușoară atingere), este inadecvat pentru a preveni apariția unor dezechilibre financiare nesustenabile. În al doilea rând, o arhitectură instituțională, în care responsabilitatea supravegherii sistemice este împărțită între mai multe autorități, necesită o coordonare mai eficientă decât s-a întâmplat în practică. În al treilea rând, excluderea țărilor sau a organismelor-cheie din procesul de luare a deciziilor subminează eficacitatea și legitimitatea acesteia.

O modalitate de implicare mai formală a țărilor sistemice în curs de dezvoltare în structura de guvernare a fost reînvierea unei propuneri, anterioare în contextul restructurării comitetelor interimare și de dezvoltare și formarea unui nou grup G20. Acestuia i s-a încredințat coordonarea prin consensul activităților organizațiilor internaționale și ale forumurilor care abordează cele mai complexe probleme ale constituirii unei noi arhitecturi financiare internaționale. În ceea ce privește direcțiile acestei reforme, la prima ședință a grupului (decembrie 1999), s-au convenit următoarele: îmbunătățirea reglementării și a supravegherii sectorului financiar; gestionarea datoriei externe; rolul standardelor internaționale și al normelor de difuzare a informației; selectarea unui regim adecvat al cursului de schimb valutar. Drept urmare a creșterii economiilor majore ale țărilor din G20, la summitul de la Washington din 2008, liderii grupului au anunțat că grupul G 20 va înlocui G7 ca principal consiliu economic al națiunilor la summit-ul lor din Pittsburgh din septembrie 2009.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> “Officials: G-20 to supplant G-8 as international economic council” [online]. In: CNN. 25 September 2009. Disponibil: <http://edition.cnn.com/2009/US/09/24/us.g.twenty.summit/index.htm>.

În plus, prin decizia G20, la Summit-ul de la Londra din aprilie 2009, a fost înființat Consiliul de Stabilitate Financiară (*Financial Stability Board*), care a înlocuit Forumul pentru Stabilitate Financiară. Scopul funcționării sale este de a coordona activitatea autorităților monetare și financiare naționale și a organizațiilor internaționale, pentru a crea o politică de supraveghere și de reglementare eficientă în sistemul financiar global.



**Figura 2.6. Domeniile reformelor politicilor post-criză coordonate de Forumul de stabilitate financiară**

**Sursa:** elaborat de autor în baza: (FSB, 2017).

Prin urmare, reieșind din anumite domenii de activitate, diverse instituții și structuri la nivel internațional, regional și național participă în grupul G20, rolul de conducere fiindu-i atribuit FMI și BIRD, precum și Comitetului de la Basel pentru Supravegherea Bancară și IOSCO. Toate aceste instituții, în măsuri diferite, participă la formarea de standarde și reguli, coduri și declarații în domeniul serviciilor financiare. În acest sens, experții ruși au realizat un studiu destul de interesant, clasând organizațiile și asociațiile internaționale în funcție de gradul contribuției lor la elaborarea deciziilor G20.<sup>3</sup> Rating-ul obținut arată astfel:

1. Forumul de stabilitate financiară (FSF), din 2009 FSB;
2. Organizația Internațională a Reglementatorilor Valorilor Mobiliare (IOSCO);
3. Banca Reglementelor Internaționale (BIS);
4. Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OECD);
5. Fondul Monetar Internațional (IMF);
6. Grupul de asociații al participanților profesioniști pe piețele financiare (LIBA, SIFMA, ICMA, ISDA, FOA, ISLA);
7. Banca Mondială (WB).

<sup>3</sup> Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность решений. В: Институт посткризисного мира [online].  
Доступен: <http://www.postcrisisworld.org/research/podrobnee/002/>.

Astfel, cele mai eficiente instituții în rezolvarea problemelor legate de depășirea consecințelor crizei financiare globale s-au dovedit a fi cele care s-au ocupat de problemele de reglementare specifice profesionale piețelor financiare, pe când instituțiile de dezvoltare globală au acționat mai puțin eficient.

Construcția noii AFI a fost un proces de interacțiune internațională între piețele financiare naționale, deoarece structurile lor instituționale și de reglementare au răspuns și au încercat să controleze modificările din structurile sociale ale economiilor și ale investițiilor. Interacțiunea proceselor politice și economice naționale și internaționale au transformat, fundamental, reglementarea monetară și intermedierea financiară.

Dezintegrarea sistemelor naționale financiare relativ închise a fost însoțită și facilitată de mecanismele de reglementare, deseori, dezvoltate în cadrul proceselor politice internaționale complexe. Aceste procese au introdus reguli oficializate și o supraveghere profesionalizată în schimbul cluburilor confortabile și supravegherii informale de către băncile centrale și ministerele de finanțe (Kapstein, 1994). Astfel, deși a existat o dereglare națională în sensul dezmembrării controalelor structurale și a supravegherii informale, a existat și un proces internațional de re-reglementare. Aceasta a implicat o schimbare către mai mult formalism și legalizare, bazată atât pe dreptul statului, cât și pe autoreglementarea autorizată de stat. Internaționalizarea reglementării a funcționat prin rețele internaționale de oficiali, profesioniști și manageri, încercând să coordoneze îndeplinirea funcțiilor publice specifice esențiale pentru gestionarea banilor. Aceasta a făcut parte dintr-un proces mai general de restructurare a relațiilor stat-piață la scară globală, în care funcțiile publice din ce în ce mai fragmentate au fost formal legitimate cu mult mai puțin prin procesele politice ale statelor naționale (Picciotto, 1997).

În schimb, s-a evidențiat un rol din ce în ce mai mare pentru practicile profesionale ale diferitelor tipuri de specialiști: economiști, contabili, oameni de știință și avocați. Apariția în general a unor astfel de „comunități epistemice” (Haas, n1992) poate fi identificată ca o caracteristică specifică a noilor forme emergente de guvernare globală. Cu toate acestea, termenul este înșelător dacă sugerează că sunt formațiuni omogene de depolitizare, globală. Mai degrabă, aceste domenii profesionale și ideologice sunt ele însele site-urile conflictelor și ale contestațiilor, implicând renegocierea și redefinirea limitelor dintre natura și formele statului, ale pieței și ale firmei. În același timp, în măsura în care rolul lor implică deplasarea focusului de contestare de la concepte politice ale „intereselor naționale” către problemele exprimate și dezbătute în cadrul paradigmelor tehnice, acestea reprezintă o abordare calitativă nouă în gestionarea afacerilor internaționale, așa cum este reprezentată de termenul frecvent utilizat de guvernare globală.

În același timp, după cum remarca Crockett, nimeni nu ar trebui să se afle sub iluzia că presiunea de la egal la egal va putea fi pe deplin realizată, însă este foarte evident că o nouă ordine

financiară internațională, similară în profunzime și ambiție cu cea din sistemul Bretton Woods, nu este o posibilitate realistă în lumea noastră pluralistă. Dar aceasta nu înseamnă că nu pot fi aduse îmbunătățiri semnificative AFI, pentru a reflecta lecțiile învățate de-a lungul anilor. În această ordine de idei, în opinia noastră este nevoie de o evaluare atentă a ceea ce a condus la un SMFI atât de fragil și de soluții care contribuie la bunăstarea globală, îmbunătățind, în același timp, rezistența la șocurile pieței.

Reformarea AFI și a instituțiilor sale de bază este una dintre problemele ale dezvoltării globale, a căror soluție este văzută diferit de diverși actori. Pe lângă dezacordurile conceptuale, în spatele cărora se ascund diverse interese, se evidențiază și o poziție convenită. Arhitectura oferă o sursă de forță mai degrabă decât slăbiciune. Abordarea generală se reduce la discreția necesității de a consolida capitalizarea instituțiilor financiare interstatale și instrumentelor supranaționale în activitățile lor, sub forma unui mecanism de control asupra fluxurilor financiare globale. Aceste tendințe, precum și o îndepărtare de ideologia dereglementării, sunt asociate cu activitatea financiară în contextul globalizării și în creșterii sectorului inovațiilor financiare. În concluzie, menționăm că importanța obținerii stabilității în sfera relațiilor financiare și monetare internaționale constă în implementarea orientării lor funcționale. Aceasta din urmă constă în asigurarea schimbului internațional de bunuri, lucrări, servicii și rezultate ale activității de investiții, precum și ale activității intelectuale.

Creșterea rapidă, dar și implicațiile înaltei tehnologii și ale inovațiilor asupra AFI („FinTech”), reprezintă o nouă provocare semnificativă. Creșterea rapidă a acestui domeniu, prezintă oportunități, precum și riscuri substanțiale pentru sistemul financiar. FinTech oferă posibilități largi de aprofundare și îmbunătățire a eficienței sistemelor financiare, de largire a accesului la servicii financiare - în special, în țările cu venituri mici, dar, totodată, are și un impact incert. Deci, nu putem să nu recunoaștem potențialele riscuri, pe care le reprezintă schimbările tehnologice rapide ale sistemelor financiare și ale utilizatorilor individuali.

În această ordine de idei, este oportun, la fațetele arhitecturii financiare, evidențiate de Andrew Crockett, să fie adăugată încă una, și anume implicațiile înaltei tehnologii și ale inovațiilor asupra AFI.

FinTech face incursiuni la nivel global și schimbă modul în care se desfășoară tranzacțiile financiare. Multe realizări s-au înregistrat în cazul plăților mobile, ceea ce a avut un impact pozitiv semnificativ asupra incluziunii financiare. Companiile din domeniul tehnologic oferă din ce în ce mai multe servicii financiare alături de produsele și serviciile comerciale, deși cu diferențe semnificative între țări. Totodată, și instituțiile financiare tradiționale își adaptează și extind prezența digitală, deseori, în parteneriat cu micile companii din sectorul tehnologic sau creează consorții între operatorii existenți.

FinTech - o valiză de finanțe și tehnologie - reprezintă coliziunea a două lumi. Serviciile financiare și tehnologia sunt blocate într-un contact ferm, iar prin această uniune, apar atât perturbări, cât și sinergii. Instituțiile financiare se angajează, cu start-up-uri FinTech, fie ca investitori, fie prin parteneriate strategice. Aproape 80 la sută dintre instituțiile financiare au încheiat parteneriate FinTech. Între timp, investiția financiară globală a capitalului de risc în 2018 a ajuns deja la 30,8 miliarde de USD, față de 1,8 miliarde de USD în 2011. De asemenea, mărimea medie a tranzacției este în creștere, în special în Asia, unde este aproape de două ori mai mare decât media globală, datorată, în mare măsură, unui număr mare de megatranzacții (Galvin., 2018).

Comunitatea internațională nu putea să rămână în afara acestor mari schimbări în SMFI și s-a îndreptat spre îmbunătățirea cooperării în ambele aspecte, cel mai recent prin lansarea Agendei Bali FinTech de către FMI și Banca Mondială în cadrul reuniunilor lor anuale din octombrie 2018 în Indonezia.<sup>4</sup>

Agenda Bali FinTech prezintă un cadru de 12 probleme, inclusiv FinTech's efect potențial asupra stabilității sistemelor monetare și financiare interne, asupra incluziunii financiare și eficienței plăților și a remitențelor transfrontaliere. Acesta este destinat să servească drept vehicul, pentru a strânge informații și a face schimb de experiență între țări în ceea ce privește cerințele, obiectivele și punctele lor de vedere referitoare la astfel de probleme în relația FinTech cu spălarea banilor și finanțarea terorismului, integritatea pieței și protecția consumatorilor.

La rândul său, FSB a analizat potențialele implicații ale stabilității financiare ale FinTech și a identificat zece astfel de probleme, dintre care următoarele trei sunt considerate priorități ale colaborării internaționale:<sup>5</sup>

- necesitatea gestionării riscurilor operaționale ale furnizorilor terți de servicii;
- atenuarea riscurilor cibernetice;
- monitorizarea riscurilor macrofinanciare, care ar putea apărea pe măsură ce activitățile FinTech cresc.

Agenda Bali și analiza FSB subliniază necesitatea de a elimina lacunele, în special în acele domenii unde cooperarea internațională, care implică toate părțile interesate, inclusiv actorii FinTech, este atât absentă, cât și urgentă. Printre preocupările potențiale, se numără:

- Volatilitatea prețurilor pentru activele tranzacționate criptate;
- Creșterea rapidă a firmelor FinTech, cu o scară inedită de operațiuni și efecte de rețea, ceea ce poate duce la regândirea politicilor de concurență, pentru a preveni concentrarea excesivă a pieței și noi forme de risc sistemic;

---

<sup>4</sup> The Bali FinTech Agenda [online]. Disponibil <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/10/11/pp101118-bali-FinTech-agenda>

<sup>5</sup> Financial Stability Implications from FinTech [online]. [Disponibil <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>]



- Impactul FinTech asupra SMFI, acest fenomen reprezintă noi provocări pentru supravegherea sistemică a riscurilor prin necesitatea identificării, a monitorizării și a evaluării modificărilor în natura, mărimea și structura fluxurilor de capital rezultate;

Serviciile FinTech ar putea amplifica interconectarea financiară și răspândirile transfrontaliere. În ceea ce privește riscurile cibernetice, un grup de firme majore de servicii financiare și lideri de FinTech lucrează împreună în Grupul de lucru FinTech al consorțiului pentru cibersecuritate al Inițiativei privind modelarea viitorului SMFI, pentru a dezvolta principii comune pentru securitatea cibernetică a sectorului FinTech (American Banker, 2018). Având în vedere proliferarea cadrelor și a reglementărilor în materie de securitate cibernetică, actorii FinTech consideră că este dificilă evaluarea și îmbunătățirea cibersecurității. Autoritățile de reglementare financiară au o miză importantă în asigurarea calității și adoptarea consecventă a acestor orientări. Importantă de la sine, protejarea informațiilor despre clienți este, de asemenea, un element important al cerințelor mai largi pentru părțile interesate de a se alinia la principiile care guvernează colectarea, utilizarea și schimbul de date despre clienți. Transformarea accelerată a serviciilor financiare, generată de date, produce incertitudine cu privire la folosirea, în mod corespunzător, a datelor despre clienți, în diferite situații (White Paper, September 2018). Acest lucru este valabil, mai ales, pentru acele țări, care se îndreaptă către un cadru „bancar deschis” și permite accesul mai larg al firmelor FinTech antreprenoriale la datele bancare ale clienților. În cele din urmă, absența principiilor și utilizarea necorespunzătoare - sau chiar lipsită de etică - a datelor despre clienți ar putea cauza pierderea încrederii care ar provoca instabilități în sistemul financiar.

De aceea, este nevoie, în cadrul AFI, de un echilibru adecvat între inovația financiară și consolidarea concurenței și angajamentul unor piețe libere și contestabile, pe de o parte, și de o abordare a provocărilor privind integritatea financiară, protecția consumatorilor și stabilitatea financiară, pe de altă parte. Din această perspectivă, în Agenda Bali FinTech, dar și la întâlnirile G 20, în special, de la Tokyo, s-a subliniat necesitatea lărgirii cadrului legal și de reglementare, pentru a sprijini dezvoltarea sustenabilă a serviciilor FinTech și de a proteja sistemele financiare. Gradul în care instituțiile de reglementare vor răspunde la activitățile FinTech poate fi o funcție a faptului dacă eventual acestea acoperă riscuri emergente relevante. De exemplu, problemele macrofinanciare, legate de importanța sistemică, sunt încorporate în cadrul de politică al FSB pentru abordarea instituțiilor financiare importante de sistem (SIFI) și pentru consolidarea supravegherii și a reglementării *shadow banking*. În timp ce multe activități FinTech sunt acoperite în cadrul reglementării existente, rezultatul FSB al abordărilor de reglementare ale FinTech constată că majoritatea jurisdicțiilor examinate au adoptat deja sau intenționează să ia în calcul, măsuri de reglementare ce vizează FinTech. Domeniul de aplicare și amploarea modificărilor planificate variază substanțial, în funcție de dimensiunea și structura relevantă a sectoarelor

financiare interne și FinTech, și de flexibilitatea oferită deja de cadrul de reglementare existent. Unele autorități de reglementare au publicat, recent, publicații sau propuneri cu privire la aspectele FinTech. Mai multe state au introdus așa-numitele regulatory sandboxes<sup>6</sup>, hub-uri sau acceleratoare, pentru a promova inovația și a îmbunătăți interacțiunile cu noile firme FinTech. În general, obiectivele politice urmărite trebuie să fie în principal protecția consumatorilor și a investitorilor, integritatea pieței, incluziunea financiară și promovarea inovației sau a concurenței. Stabilitatea financiară nu a fost, deseori, citată ca obiectiv pentru reformele de reglementare recente sau planificate în ceea ce privește FinTech.

Procesul de adaptare a cadrului de reglementare la FinTech progresează; deși apar noi întrebări în domeniul dreptului privat. Instituțiile de supraveghere, însăși explorează tot mai mult aplicații FinTech. În cele din urmă, impactul FinTech asupra sistemelor monetare și asupra stabilității financiare este limitat în prezent. În pofida progreselor înregistrate, rămân incertitudini semnificative și mai multe aspecte-cheie care trebuie abordate. Deși aplicațiile și companiile FinTech au un impact asupra instituțiilor financiare existente (de exemplu, venituri reduse din serviciile de plăți), acestea nu par să fi atins încă o masă critică perturbatoare, iar agenții care își adaptează modelele de afaceri absorb succesele tehnologiilor FinTech. De asemenea, încă nu este clar modul în care concurența (sau lipsa acesteia) modelează dezvoltarea sectorului FinTech, deși este de așteptat ca marile companii din sectorul tehnologic să joace un rol din ce în ce mai important în furnizarea de servicii financiare. Mai mult, noile tehnologii, în evoluție rapidă, pot schimba rapid și neașteptat modele digitale și FinTech.



**Figura 2.7. Structura noii arhitecturi financiare internaționale**

*Sursa: elaborat de autor*

<sup>6</sup> Un cadru instituit de către o autoritate de reglementare a sectorului financiar, care să permită testarea în direct, la scară mică, a inovațiilor de către firme private într-un mediu controlat (care operează cu o scutire specială, o indemnizație sau o altă excepție limitată, de timp) sub supravegherea autorității de reglementare

Cu adevărat, inovația și globalizarea au adus beneficii pe scară largă atât în domeniul financiar, cât și în cel nefinanciar. Este mai bine să abordăm consecințele negative ale acestor probleme, decât să încercăm să întoarcem fluxul istoriei (Crockett, 2010). Dezvoltarea rapidă a FinTech, dar și efectul său potențial asupra dezvoltării sistemului financiar internațional permite să-l plasăm ca pe un element separat al AFI. În acest context, din punctul nostru de vedere, structura AFI este reprezentată în fig.2.7 (Lopotenco, 2021).

Eficiența funcționării AFI depinde, în mare măsură, de cât de echilibrate și de interconectate sunt elementele sale. Astfel, conform teoriei sistemelor, doar depășind deformarea AFI la toate nivelurile sale, este posibilă creșterea performanței generale a sistemului financiar. În acest sens, problema menținerii unui echilibru dinamic în dezvoltarea AFI ca unitate integrantă a elementelor și funcțiilor sale structurale devine de o importanță urgentă.

## **2.2. Impactul noii arhitecturi financiare internaționale asupra funcționării sistemelor financiare naționale**

Provocările din SMFI din ultima perioadă au consolidat comunitatea internațională în vederea adoptării unor abordări globale și naționale în configurația AFI, care să permită o dezvoltare durabilă atât la nivel internațional, cât și la nivel național.

Interconectarea crescândă a sistemelor financiare naționale este o dimensiune-cheie a globalizării. Astăzi, practic, fiecare țară din lume este legată de SMFI, iar multe persoane fizice, companii și țări se bucură de avantajele accesului pe piețele financiare internaționale, pentru a-și finanța necesitățile de investiții și consum. În ceea ce privește investitorii, chiar și jucătorii mici de pe piața globală, cum ar fi investitorii individuali, își pot direcționa averea în întreaga lume aproape la fel de ușor ca mutarea pieselor pe o tablă de șah - un privilegiu de care anterior se bucurau doar cele mai mari firme și cei mai bogați oameni. Această libertate crescândă de mișcare financiară a adus beneficii la toți cei implicați prin facilitarea comerțului, prin îmbunătățirea diversificării activelor și prin extinderea resurselor disponibile pentru dezvoltare. Contrabalansarea acestei libertăți și oportunități mai mari sunt însă pericolele inerente ale piețelor financiare. Piețele financiare naționale și internaționale pot experimenta boom-uri și căderi. Firme, industrii și chiar țări întregi pot intra și ieși din „*vogue financiere*” sub rezerva capriciilor unor investitori risipitori și controversați, care adesea se comportă mai mult ca o turmă supărată decât ca un *homo economicus* rațional al teoriei economice. Economii întregi pot fi distruse în urma unor astfel de panici (Bhargava, 2006). De aceea a fost nevoie de elaborarea unor mecanisme eficiente, pentru a valorifica aceste piețe volatile și pentru a asigura ca energia lor vitală să fie orientată spre scopuri productive, nu distructive.

Globalizarea activității economice, dar și creșterea conflictelor potențiale în SMFI au pus în prim plan problema analizării stadiului actual al dezvoltării arhitecturii financiare atât la nivel

internațional, cât și la nivelul sistemelor financiare naționale. În cadrul teoriei sistemelor complexe, dezvoltarea economică este privită ca un proces de inovație continuă, care poate fi analizată prin prisma următoarelor abordări: instituționale, procesuale, structural-funcționale. Luând în considerare aceste trei abordări vom, analiza dezvoltarea sistemelor financiare naționale sub incidența AFI.

AFI a trecut prin mai multe etape în evoluția sa. Pentru a înțelege mai bine mecanismul funcționării noii AFI la nivelul sistemelor financiare naționale e nevoie de o analiză succintă a contingenței ciclurilor mari ale economiei mondiale și a etapelor de dezvoltare a globalizării financiare. Punctul de plecare a acestei analize a fost determinat de specificul fiecăreia dintre perioadele de evoluție, relatate anterior:

- formarea reglementărilor naționale în perioada apariției premiselor pentru dezvoltarea proceselor de globalizare;
- dezvoltarea tendințelor de dereglementare și liberalizare a reglementărilor naționale în contextul intensificării proceselor de globalizare financiară;
- consolidarea reglementării supranaționale și modernizarea standardelor internaționale de activitate ale instituțiilor financiare la etapa actuală a dezvoltării globalizării financiare și a ciclului larg al economiei mondiale

Drept criteriu pentru etapizarea evoluției arhitecturii financiare globale, în analiza curentă, în special, este evidențierea dominanței diferitelor niveluri de reglementare ale relațiilor financiare. Acest aspect al cercetării permite crearea unei baze instrumentale și metodologice pentru prognozarea direcțiilor de dezvoltare ulterioare a AFI din perspectiva sistemelor financiare naționale.

Globalizarea financiară are un efect multidirecțional asupra nivelului de dezvoltare a sistemelor financiare naționale, care se manifestă, pe de o parte, în creșterea tranzacțiilor financiare transfrontaliere și în apariția de noi instituții financiare iar, pe de altă parte, în schimbarea dinamicii a și mecanismelor de contagiune a crizelor financiare, în creșterea utilizării fondurilor împrumutate de instituțiile financiare și în asumarea unor riscuri mai mari. Totodată, ca răspuns la declanșările din SMFI, comunitatea internațională trebuie să fie pregătită la acțiune. Reformarea AFI - de exemplu, reînnoirea aranjamentelor, pentru datoria suverană, normele fiscale internaționale și, în special, sistemul de tranzacționare multilateral - este o sarcină imensă, dar nu dincolo de posibilitățile reale. Întrebarea este cu ce tip de sistem vom ajunge. În loc de retragere din cooperarea multilaterală, trebuie să se consolideze acțiunea colectivă pentru a aborda provocările globale în sprijinul dezvoltării durabile. Și în acest mediu de provocări, abordările globale trebuie să fie susținute de acțiuni la nivel național.

Și, nu în ultimul rând, trebuie valorificat potențialul inovației, pentru a consolida finanțarea dezvoltării. Jumătate de miliard de oameni au obținut acces la serviciile financiare în ultimii ani, în mare parte datorită tehnologiilor financiare. Acest lucru a făcut, de asemenea, viabile modelele de afaceri având costuri reduse, preplătite sau plătitoare, în sectoare, precum energia, și au permis progresul în dezvoltarea durabilă. De asemenea, FinTech creează propriile riscuri, care trebuie gestionate în mod corespunzător. Iar declanșarea crizelor financiare a provocat necesitatea de regândire a focusului cadrului de reglementare, pentru a evidenția riscurile subiacente, inclusiv din creșterea tehnologiilor financiare.

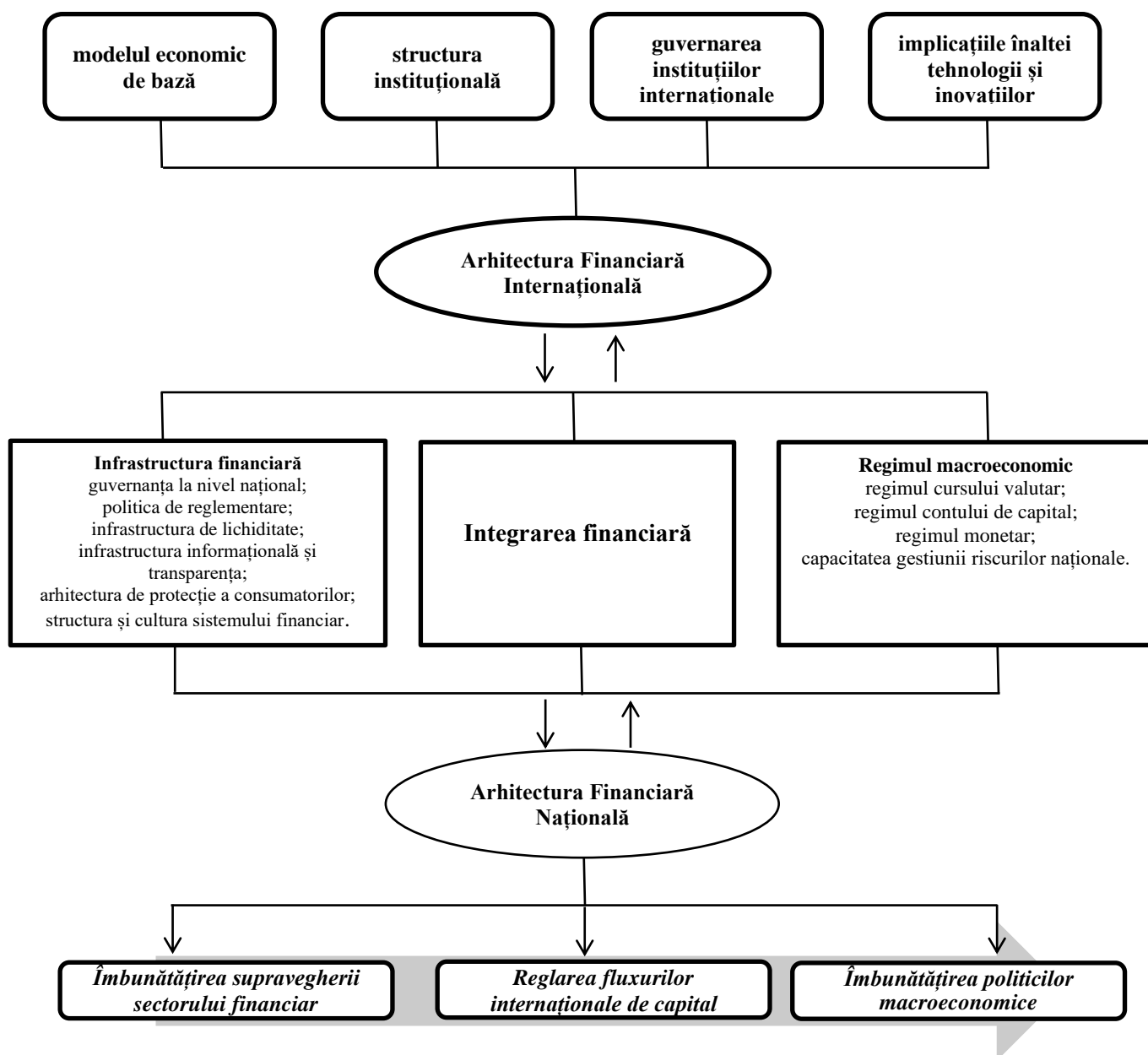
În continuare, vom încerca să analizăm dezvoltarea arhitecturii sistemelor financiare naționale, identificând atât tiparele generale ale formării, cât și caracteristicile instituționale, procesuale, dar și structural-funcționale ale acestora.

Dacă ne referim la noțiunea de arhitectură financiară națională, atunci, se poate adopta o interpretare îngustă și una largă. În interpretarea restrânsă, arhitectura financiară națională include doar aspectele strict legate de sectorul financiar, în timp ce o interpretare mai amplă include elemente asociate cu regimul macroeconomic. Având în vedere importanța problemelor macroeconomice în contextul economiei naționale, o interpretare largă este adecvată.

Arhitectura financiară națională poate fi reprezentată ca o totalitate a trei componente: infrastructura financiară, integrarea financiară și componentele relevante ale regimului macroeconomic. Modificările asociate cu AFI pot avea un impact considerabil asupra domeniilor cheie din economiile naționale. Mai exact, schimbările înregistrate în AFI pot afecta direct dezvoltarea și stabilitatea sectorului financiar, regimul macroeconomic și procesul de integrare pe piețele internaționale de capital. Pentru a putea gestiona acest proces, autoritățile naționale trebuie să fie pregătite să introducă modificările necesare reieșite din AFI. În acest context e nevoie de stabilit următoarele: (1) link-urile dintre AFI și arhitectura financiară națională; (2) modul în care interacțiunile lor pot afecta structura, conduita și guvernanta sectorului financiar intern și relațiile sale cu firmele și investitorii; și (3) modul în care schimbările din AFI și arhitectura financiară națională pot declanșa efecte care se transmit în economie.

AFI și arhitectura financiară națională constituie, în primul rând, un network de instituții. Prin urmare, argumentul că acestea contează pentru performanța sectorului financiar și a macroeconomiei, implică faptul că instituțiile nu sunt neutre în ceea ce privește eficiența economică, iar costurile tranzacției contează.

Reieșind din faptul că, în corelația dintre AFI și arhitectura financiară națională, sunt angrenate un număr mare de elemente, pentru a evidenția interacțiunea lor, am făcut o sistematizare și am elaborat configurația arhitecturii financiare naționale, care este prezentată în fig. 2.8.



**Figura 2.8. Configurația arhitecturii financiare naționale**

*Sursa: elaborat de autor*

Din schemă, se poate de observat că o integrare mai profundă, reprezentată prin interacțiunile dintre AFI și arhitectura financiară națională, depinde de avansarea procesului de integrare globală. Experiența recentă a țărilor emergente arată că o integrare mai profundă cu piețele globale de capital poate fi un instrument valoros în încurajarea creșterii și a competitivității. Dar procesul poate fi dureros și poate pune în pericol stabilitatea financiară și macroeconomică. În acest context, în literatura de specialitate, a apărut termenul „crize gemene”, pentru a descrie interdependența dintre crizele financiare și valutare (Kaminsky and Reinhart, 1999). Ca urmare, spre exemplu, în cazul liberalizării contului de capital, crește necesitatea de a adopta reguli și regulamente care să permită unei țări să concureze la nivel internațional. Sistemele financiare trebuie să se adapteze pentru a absorbi șocurile globale, autoritățile naționale trebuie să ia în

considerare din ce în ce mai mult că fundamentele slabe fac economia mai vulnerabilă la șocurile globale, iar șocurile create pe plan intern pot pune în pericol accesul normal pe piețele internaționale de capital.

Dacă ne referim la țările cu economie emergentă, atunci un șir de factori influențează asupra nivelului de interacțiune între AFI și arhitectura financiară națională:

- costurile ridicate ale executării contractelor și probleme legate de protejarea drepturilor investitorilor în unele țări. Procesul judiciar poate fi lent și corupt; lipsit de transparență; iar informațiile să fie mai puțin fiabile. Cercetările recente sugerează că normele legale, că instituțiile nu se adaptează suficient la schimbările și inovațiile din sectorul financiar și că diferențele de structură instituțională are importanță în înțelegerea tiparelor și a nivelurilor de investiții.

- volatilitatea ridicată este un alt factor care influențează dezvoltarea financiară pe piețele emergente. Atunci când incertitudinea este ridicată, este foarte dificil de descris ex ante stările viitoare ale naturii și de cuantificat riscul prin distribuția probabilității (Kimbal, 2000). Prin urmare, prognoza nu poate avea o probabilitate mare. În aceste condiții, proiectarea și acordul asupra condițiilor contractelor financiare va fi mai dificilă și, în consecință, multe tranzacții nu vor fi efectuate. Rezultatul final sunt piețele financiare superficiale și financiare, cu unele părți absente în structură generală a pieței (piețe ale datoriilor pe termen lung, piețe derivate, sectoare întregi ale economiei absente la bursă). Aprofundarea financiară joasă, instituții slabe și volatilitate conduc la dificultăți în gestionarea riscurilor. Firmele și investitorii nu pot acoperi, schimba sau atenua în mod corespunzător riscurile, deoarece instrumentele necesare, pur și simplu, nu există. Într-adevăr, un factor critic care mărește volatilitatea în economiile emergente este dificultatea de a participa pe piețele financiare internaționale, pentru a diversifica riscul financiar național. Șocurile globale devin foarte greu de absorbit, iar procesul de creștere devine mult mai volatil. De obicei, această situație este agravată de lipsa diversificării structurii productive. Aceste caracteristici ale economiilor emergente sugerează că poate exista un canal de feedback între piețele financiare slabe și volatilitatea. Volatilitatea este ridicată, deoarece riscul nu poate fi gestionat în mod corespunzător, iar piețele financiare superficiale sunt slabe din cauza volatilităților ridicate.

În parte de jos a fig.2.8, sunt reprezentate trei patrule, care prezintă trei obiective de politică asociate cu legăturile și interacțiunile dintre AFI și arhitectura financiară națională: îmbunătățirea supravegherii sectorului financiar; reglarea fluxurilor internaționale de capital; îmbunătățirea politicilor macroeconomice. Prin efectele lor asupra acestor obiective, AFI și arhitectura financiară națională au impact asupra condițiilor de creștere durabilă. Cele trei patrule sunt interconectate prin linii pentru a atrage atenția asupra interdependenței dintre stabilitatea macroeconomică, condițiile financiare și integrarea mai profundă.

***Îmbunătățirea supravegherii sectorului financiar.*** Fiecare țară trebuie să se asigure că sectorul său financiar este sustenabil și că este supus unei reglementări prudențiale adecvate. După cum au remarcat ***Simon Johnson*** și ***James Kwak*** pe parcursul unei perioade din istoria recentă, reglementarea prudențială a fost din ce în ce mai subevaluată, refuzată și subminată (Johnson and Kwak). Bazându-se pe convingerea că piețele financiare s-au autodisciplinat și sunt stabile în mod inherent, multe țări au slăbit treptat reglementarea activităților financiare. Punctul de plecare pentru această schimbare a fost abrogarea principalelor prevederi ale Actului Glass-Steagall din 1933 în anul 1999, care a desființat bariera legală între activitățile bancare comerciale și activitățile mai riscante, precum băncile de investiții și tranzacționarea titlurilor de valoare. Tendința totuși a fost mai îndelungată, mai largă și mai profundă. În SUA, dereglementarea financiară a început efectiv la începutul anilor 1980, odată cu eliminarea treptată a limitelor la dobânzile pe care băncile le puteau oferi pe conturile de economii și alte depozite la termen. Cu scopul de a permite instituțiilor financiare americane să concureze pe piețe caracterizate, prin instrumente inovatoare, această dereglementare - în combinație cu prezența continuă a asigurărilor garantate de guvern asupra depozitelor - a dus la încurajarea asumării de riscuri, care a provocat prăbușirea industriei de economii, împrumuturi ulterioare, și implozia pieței de împrumuturi ipotecare în 2007. Politici similare de dereglementare au fost aplicate în numeroase alte țări, în special, Australia încă din 1973, Japonia din 1984 și Marea Britanie prin intermediul așa - numitului „big bang”, care a dereglementat instituțiile bancare în 1986.

Pericolele legate de reglementarea prudențială inadecvată au devenit evidente atunci când, în economia americană, a izbucnit criza creditelor în 1987, însă evenimentul a fost privit ca fiind idiosincratic și fără implicații sistemice. După declanșarea crizei financiare din Asia de Est din 1997-1998, a devenit din ce în ce mai clar că interacțiunea supravegherii, a reglementării slabe și a fluxurilor financiare deschise a făcut ca un cocktail mortal să devină aproape sigur să explodeze mai devreme sau mai târziu. În întreaga regiune, instituțiile financiare au fost autorizate să finanțeze împrumuturi pe termen mai lung în monedă locală, cu intrări de capital în dolari pe termen scurt. Criza financiară și economică declanșată a fost inevitabilă. În general, supravegherea inadecvată și controlul asumării riscurilor financiare au reprezentat un factor major în aproape toate crizele financiare din ultimul sfert de secol, de la colapsul de economii și împrumuturi prin seria crizelor de pe piețele emergente care a început cu criza peso-ului mexican din 1994 -1995 și a continuat până la criza financiară globală din 2008-2009. Din fericire, criza globală a impus o reevaluare a dereglementării. Aprobarea în SUA a Legii privind reforma și protecția consumatorilor de pe Wall Street în 2010 a avut drept scop restabilirea unei părți din supravegherea care a fost abandonată în 1999. Pe plan internațional, extinderea rolului Forumului pentru stabilitate financiară și convertirea sa în cadrul Consiliului pentru Stabilitate Financiară în 2009, a



ajutat la identificarea și diseminarea standardelor pentru sistemele financiare stabile. Lumea are nevoie de adoptarea unor standarde prudente, privind adecvarea capitalului, de limitele expunerii la maturitate și de neconcordanțele de valute, de raportarea completă a expunerilor la risc și monitorizare adecvată, pentru a se asigura că tranzacțiile sunt la limita competitivă. Măsurile de acest tip sunt promovate de instituții multilaterale și ar trebui încurajate mai mult, adoptate.

**Reglarea fluxurilor internaționale de capital.** Al doilea imperativ pentru stabilitate în cadrul sistemului actual este reglementarea fluxul și influxul de capital internațional de către țările emergente. În prezent există dovezi puternice conform cărora piețele internaționale de capital pot fi surprinse prin schimbări bruște și grave ale preferințelor. Cele mai frecvente schimbări sunt așa numitele „opriri bruște”, atunci când țările beneficiare consideră că intrările de capital, de care beneficiază sunt compensate de ieșiri suficient de mari, pentru a provoca o criză macrofinanciară. Prevenirea unor astfel de crize necesită atât reducerea intrărilor, cât și încetinirea fluxului.

**Îmbunătățirea politicilor macroeconomice.** Întrucât un număr din ce în ce mai mare de țări profită de avantajele finanțării creșterii economice prin intrări de capital, evitarea tentațiilor devine din ce în ce mai importantă: nu numai pentru beneficiari, ci și pentru sănătatea sistemului. Acest principiu înseamnă că fiecare țară care atrage capital pe piețele internaționale trebuie să se asigure că politicile sale macroeconomice sunt în concordanță cu politica cursului valutar.

O țară cu o monedă reevaluată (cea mai frecventă problemă pentru beneficiarii de intrări mari și constante de capital) va fi vulnerabilă la retragerea bruscă a capitalului. O țară cu monedă subevaluată va fi vulnerabilă la destabilizarea presiunilor inflaționiste. Mai fundamental, acest principiu înseamnă că statele ar trebui să promoveze politici monetare și fiscale stabile și transparente, pentru a reduce incertitudinea și a evita atât volatilitatea pe termen scurt, cât și volatilitatea pe termen lung. În caz contrar, acestea vor fi vulnerabile la schimbările bruște ale preferințelor pieței, care vor submina orice succes nou.

Rolul crucial al congruenței în proiectarea politicilor, potrivit lui **Hongying Wang**, înseamnă că o mare parte din analiza recentă privind dezechilibrele globale este greșit direcționată. Astfel, cauza principală a excedentului mare de cont curent al Chinei, de exemplu, nu este în mod fundamental datorat faptului că China își gestionează cursul valutar. Trecerea la un regim flotant puțin probabil ar rezolva orice probleme, deoarece - *ipso facto* - ar putea induce suficientă volatilitate pentru a destabiliza economia prin efecte negative asupra Chinei, a altor țări și a sistemului în ansamblu. Causa principală a excedentului este că China urmărește un regim de politică orientat spre export, care contribuie la dezechilibrele globale ale plăților și determină reacții politice din partea principalilor parteneri comerciali ai Chinei. O intensificare a reorientării continue a politicilor Chinei față de cheltuielile interne ar avea mult mai multe șanse să contribuie atât la atenuarea dezechilibrelor (prin aprecierea ratei de schimb), cât și la stabilitatea financiară,

decât o mișcare către o mai mare flexibilitate a cursului valutar (Wang, 2014). O a doua provocare rezultă din lipsa de consens asupra viziunii politice macroeconomice durabile. Unul dintre marile succese aparente ale perioadei postbelice timpurii a fost un acord general (consensul keynesian), conform căruia guvernele au avut responsabilitatea de a asigura o ocupare ridicată a forței de muncă împreună cu stabilitatea prețurilor. Până la sfârșitul anilor '70, istoricul pentru îndeplinirea acestei responsabilități nu a fost nici încurajator, nici îmbunătățit, iar analiza macroeconomică a devenit din ce în ce mai sceptică față de propria sa bază logică. În consecință, consensul internațional a slăbit, iar obiectivele politicii macroeconomice în multe țări au fost reduse la stabilitatea prețurilor și la reducerea deficitului (noul consens anglo-saxon). Această revenire a lăsat creșterea globală vulnerabilă la capriciile așteptărilor de pe piețe. Chiar și gravitatea recesiunii globale nu a reușit să reînnoiască consensul, în privința acțiunilor de stimulare, deoarece, în unele părți (guvernul american pentru o vreme, Fed mai persistent și în cele din urmă și ECB), au fost puternic rezistente, în alte părți (în special Regatul Unit și majoritatea capitalelor din nordul Europei), dimpotrivă. Deci, principala cale de îmbunătățire a politicilor economice în cadrul sistemului actual a rămas grupul celor douăzeci (G20). Prin întâlnirile sale regulate la nivel ministerial și de lideri, G20 poate promova o elaborare a politicilor sustenabile, care vizează ocuparea forței de muncă și creșterea economică. De asemenea, FMI poate juca un rol de sprijin dublu în acest efort, oferind consultanță (bilateral și multilateral) și evaluând punerea în aplicare a politicilor. Cu toate acestea, fără un consens mai stabil și mai productiv cu privire la obiectivele politicii, ale cooperării și consilierii în materie de politici, beneficiile vor fi doar limitate, după cum a constatat **James M. Boughton**. (Boughton, 2014)

**Infrastructura financiară.** Cea mai universală categorie, care joacă un rol decisiv în modelarea sistemului financiar este constituită din condiții instituționale. Rolul acestor condiții este mare pentru toate categoriile de țări, indiferent de arhitectura specifică a sistemului financiar național. Principalul factor fundamental instituțional, care determină condițiile pentru dezvoltarea sectorului financiar este nivelul de protecție a drepturilor investitorilor. Acest factor comun are multe aspecte. Studiile empirice arată că, într-o mare măsură, starea sistemului financiar este predeterminată de tipul deja stabilit istoric al sistemului judiciar și juridic (cele mai bune condiții sunt create de sisteme bazate pe principiile dreptului anglo-saxon). Nu mai puțin importantă este și eficiența aplicării legii - capacitatea unui acționar sau a unui debitor de a-și proteja drepturile. O componentă importantă a mediului instituțional este calitatea guvernantei corporative în țară: gradul de control al proprietarilor asupra acțiunilor de gestiune, gradul de luare în considerare a intereselor acționarilor minoritari, atunci când se iau decizii care le afectează interesele etc.

Mai multe lucrări dedicate caracteristicilor instituționale ale dezvoltării SMFI ne permit să identificăm relația dintre dezvoltarea instituțională și creșterea economică, să înțelegem logica,

tendința principală, principiile și elementele de bază ale dezvoltării economice. Problema influenței structurii instituționale a societății moderne asupra creșterii economice este, în prezent, obiectul unor cercetări intense. În studiile lor **Daron Acemoglu**, **Simon Johnson**, **James A. Robinson** susțin că motivul fundamental al diferitelor niveluri de funcționare a economiilor naționale este calitatea instituțiilor. Într-adevăr, diferențele de nivel de dezvoltare financiară a țărilor, unde unii sunt donatori și alții beneficiari ai globalizării financiare, depind, în mare măsură, de instituțiile ce au fost dezvoltate (Acemoglu, and Robinson, 2010).

Configurația instituțională a AFI trebuie să fie adecvată scopului funcționării SMFI și, în special, sprijinirii reformelor de reglementare postcriză. După ultima criză financiară, aceste reforme s-au axat atât pe îmbunătățirea sistemelor de prevenire a crizei, cât și pe sistemele de gestionare a crizelor. Cu toate acestea, un *regim de supraveghere eficient* este esențial pentru a optimiza efectul pozitiv al noilor reguli. Supravegherea efectivă depinde de o alocare adecvată a funcțiilor către una sau mai multe agenții. Iar acestea, la rândul lor, ar trebui să poată acționa cu obiective clare, cu autonomie operațională, cu puteri complete și eficiente, cu resurse suficiente și stimulente adecvate. Diferite state naționale au atribuit responsabilitățile din sectorul financiar diferitelor autorități, urmând o varietate de modele. Alegerea unui model de supraveghere financiară implică unele compromisuri între sinergii și funcții, dar și posibile conflicte de interese între ele. Acestea sunt influențate de structura sectorului financiar, de experiența obținută în timpul crizelor financiare, precum și de considerațiile juridice, istorice, culturale, economice. O particularitate - cheie a oricărei arhitecturi de supraveghere financiară este rolul atribuit băncilor centrale în ceea ce privește supravegherea sectorului financiar. Reforma post-criză a adăugat două noi funcții relevante pentru autoritățile din sectorul financiar: politica macroprudențială și rezoluția. Aceste funcții au fost atribuite autorităților noi sau existente, după ce s-au confruntat cu niște compromisuri similare între sinergii și conflicte de interese în contextul considerentelor de mai sus. Din punct de vedere al evoluției supravegherea financiară a trecut prin mai multe etape.

În prezent, aranjamentele de supraveghere financiară din întreaga lume, potrivit lui **Daniel Calvo** (Calvo, et al., 2018), corespund aproximativ unuia dintre următoarele modele:

- sectorial;
- integrat;
- parțial integrat.

În modelul sectorial, o autoritate din sistemul financiar este responsabilă pentru prudența și desfășurarea supravegherii afacerilor băncilor. O altă autoritate are același mandat pentru companiile de asigurări. O a treia autoritate este responsabilă de integritatea pieței și de activitatea cu valori mobiliare.

În modelul integral, o singură agenție - care ar putea fi banca centrală sau o agenție de supraveghere separată - este responsabilă pentru toate funcțiile de supraveghere din toate cele trei sectoare.

Modelele parțial integrate grupează responsabilitățile în funcție de obiectivele sau sectoarele de supraveghere. Twin Peaks reprezintă o variație a primului model, deoarece două agenții separate sunt responsabile de supraveghere prudенțială și respectiv de desfășurarea activității pentru toate tipurile de instituții financiare. Din alt punct de vedere, Twin Peaks este un exemplu al modelului parțial integrat, întrucât o agenție este responsabilă atât pentru supravegherea solvabilității, cât și pentru desfășurarea activității pentru bănci și companii de asigurări, iar o a doua agenție este responsabilă pentru integritatea pieței și pentru activitatea cu valori mobiliare.

Un model hibrid special a căpătat relevanță ar putea fi descris drept modelul Two Agency. Acest sistem este adoptat în prezent în Franța și Italia. Față de modelul Twin Peaks, este mai puțin adaptat pentru a aborda posibile conflicte de interese care decurg din obiectivele de protecție prudенțială și de consum/investitor pentru bănci și companii de asigurări, deoarece ambele funcții sunt atribuite aceleiași agenții.

Identificarea unui model specific pentru supravegherea sectorului financiar implică, desigur, compromisuri și este, de obicei, motivată de o serie de considerente. Pentru o alegere adecvată e extrem de necesar de evaluat sinergiile dintre funcțiile de supraveghere financiară și potențialele conflicte de interese dintre acestea. Considerațiile care influențează, în general alegerea unui model de supraveghere include: structura sectorului financiar; experiența trecută în crizele financiare; factori economici, legali, istorici, culturali și politici.

Din punct de vedere conceptual, modelele de supraveghere financiară pot fi comparate din perspectiva aportului lor la optimizarea sinergiilor și la atenuarea conflictelor de interese.

Un design adecvat al arhitecturii de supraveghere financiară este un factor relevant pentru funcționarea eficientă a oricărui sistem financiar.

O configurare corespunzătoare a aranjamentelor de supraveghere într-o țară contribuie la implementarea eficientă a supravegherii prin exploatarea sinergiilor între funcții și atenuarea conflictelor de interese, precum cele care pot apărea între politica microprudенțială, macroprudенțială, politica monetară și protecția consumatorilor/investitorilor. Prin urmare, o arhitectură de supraveghere bine concepută contribuie la întărirea capacității autorităților financiare de a preveni crizele financiare și de a atenua impactul acestora.

Drept urmare a recente crize financiare globale, majoritatea statelor au implementat modificări incrementale, dar vizibile în cadrul aranjamentelor instituționale pentru supravegherea sectorului financiar. Aceste modificări răspund la adoptarea noilor funcții macroprudенțiale de

rezoluție; consolidarea protecției consumatorilor și a investitorilor; și îmbunătățiri monitorizării stabilității financiare. Modificările modelelor de supraveghere financiară constau în principal în integrarea funcțiilor de supraveghere și transferul mai multor responsabilități de supraveghere către băncile centrale.

În contextul globalizării, și *sistemul de reglementare* al relațiilor monetare și financiare internaționale se transformă continuu. Structura ierarhică a sistemului de reglementare, în care problemele dezvoltării economice și sociale, activitatea indivizilor și a companiilor se aflau în zona de reglementare a statelor, a înregistrat transformări substanțiale. În domeniul reglementării internaționale, au fost soluționate probleme de importanță interstatală. Consolidarea interdependenței economiilor naționale, intensificarea relațiilor monetare și financiare internaționale, transnaționalizarea activităților instituțiilor financiare a condus la necesitatea transmiterii multor funcții de control financiar deținute în mod tradițional de statele naționale organizațiilor financiare internaționale. Potrivit profesorului Iurii Șişkov, „SMFI a devenit practic independent de controlul și reglementarea statului. Statele naționale cu autoritățile lor de reglementare par a fi ca niște insule din oceanul financiar global” (Шишков, 1999).

După cum a constatat și Paul Tucker, în general, proiectul de reglementare a fost conceput să răspundă dacă reformele pot crește reziliența sistemului în ansamblu, pot reduce contagiunea, când apar probleme și pot diminua prociclicitatea condițiilor financiare. Guvernele și-au stabilit autoritățile de reglementare financiară în direcția de reducere semnificativă a probabilității și gravității viitoarelor crize (Tucker, 2014). Autoritățile de reglementare națională au primit clar mesajul. Pentru fiecare dintre națiuni, FSB a sintetizat progresul din „patru elemente de bază” ale reglementării privind stabilitatea financiară și anume: 1.construirea unor instituții financiare reziliente; 2.finalizarea “too-big-to-fail”; 3.cadrul așa numitor shadow banking; 4.mărirea rezilienței intermedierei financiare nebancare.

Declanșarea crizei a accentuat inadecvarea aspectelor-cheie ale cadrului de reglementare financiară, pentru a face față provocărilor pe care le prezintă un sistem financiar, care a devenit din ce în ce mai complex, concentrat pe piețe de capital și integrat la nivel global (Carney, 2017). Ca răspuns, reformele politice au căutat să sporească reziliența sistemului financiar. În acest sens, Basel III și-a propus să asigure un capital bancar de înaltă calitate și lichiditate suficientă pentru a rezista perioadelor de stres. În plus, reformele macroprudențiale și-au trasat ca scop reducerea prociclicității în sistemul financiar și necesitatea unui capital suplimentar pentru G-SIB-uri. În raport cu acestea din urmă, un set de reforme financiare au abordat problema *too-big-to-fail*, inclusiv standarde globale care vor permite rezolvarea în siguranță a falimentărilor marilor instituții financiare transfrontaliere și fără a apela la fonduri publice.

Noua arhitectură financiară, elaborată sub impulsul G20, susținută și coordonată de instituțiile financiare internaționale, poate fi descrisă ca fiind un model prudențial global și integrat. El se bazează pe două caracteristici: voința de a răspunde la globalizarea financiară cu reglementările globale aplicabile în toate țările; și recunoașterea riscului sistemic și a hazardului moral, ceea ce duce la o politică prudențială integrată. Astfel, s-a conturat un model de a treia generație, după modelul clasic al secolului al XIX-lea (Thornton-Bagehot) și modelul prudențial ierarhic, în vigoare timp de mai multe decenii.<sup>7</sup>

Prin urmare, se poate constata că, în urma crizei financiare globale, s-a evidențiat o lecție clară pentru factorii de decizie: stabilitatea prețurilor, contrar viziunilor neoliberale, susținute în deceniile anterioare, nu asigură stabilitatea macroeconomică. Astfel, în urma crizei, au existat apeluri mai puternice pentru utilizarea unor reglementări financiare mai stricte, pentru a stăpâni riscurile macrofinanciare. De asemenea, a devenit evident că ciclurile de tip *boom-and-bust* ale prețurilor creditelor și activelor pot atrage costuri economice și sociale mari pe termen scurt și mediu. Având în vedere gradul ridicat de interconectare între instituțiile financiare, șocul se poate răspândi rapid în întregul sistem. Drept rezultat, a fost un consens tot mai mare, potrivit căruia reglementarea financiară ar trebui să treacă de la o abordare „micro” bazată pe instituții individuale, către un cadru „macro”, cu accent pe riscurile sistemice ale sistemului financiar în ansamblu. De fapt, tendința piețelor financiare de a manifesta o prociclicitate ridicată și de a suferi cicluri recurente de „manie, panică și eșec”, așa cum este descris la Kindleberger (Kindleberger, 2005), combinată cu mecanisme de feedback macrofinanciar, îi ridică expunerea și vulnerabilitatea. În acest sens, punerea în aplicare a politicilor macroprudențiale a crescut vizibil în economiile emergente în ultimii ani, cu obiectivele de a consolida reziliența sectorului financiar și de a reduce dezechilibrele. Deși unele instrumente de politică din acest domeniu nu sunt cu siguranță noi, cadrul macroprudențial este evident un fenomen recent.

Bineînțeles că designul unei arhitecturi de supraveghere financiară necesită o serie de decizii instituționale cheie, care includ:

- atribuirea funcțiilor specifice autorităților financiare individuale;
- stabilirea mecanismelor de coordonare;
- specificarea abordărilor și a aranjamentelor, pentru a evita potențialele conflicte de interese.

O nouă abordare a reglementării și a guvernanței a fost o cale de a ieși dintr-o serie de dileme politice comune. Elitele au fost cele care au optat pentru alegerea acestei căi, împreună cu partenerii lor din sectorul financiar privat. Această perioadă de integrare financiară rapidă, după

---

<sup>7</sup> European Central Bank. Guide to banking supervision European Central Bank. Frankfurt: ECB, 2014. 74 p. ISBN: 978-92-899-1414-7

cum relatează Michael Bordo a fost punctată de episoade frecvente și severe de crize financiare (Bordo, et al., 2001). Pentru un timp, aceste crize păreau a fi limitate doar la „piețele emergente”, ceea ce a condus la implementarea reformelor arhitecturii financiare, favorabile pieței la nivel global și în aceste „cele mai slabe link-uri”, astfel încât să le adapteze mai bine la dinamica piețelor financiare.

Evidențierea *lichidității* într-un component al infrastructurii financiare este rezultatul faptului că activele bancare opace creează probleme legate de informații în care instituțiile financiare ar putea să nu poată analiza și monitoriza, în mod adecvat, potențialii debitori (Rochet, 2008). Eșecul furnizării de lichidități pe piețe poate fi rezolvat în două moduri: (I) prin aranjamentele private, care ar putea fi utilizate între bănci, pentru a crea grupuri de lichidități; (II) prin furnizarea de lichidități de către băncile centrale. Primul caz este dificil de aplicat în practică, în special în cazul când întregul sector financiar este afectat de turbulențe, de aceea în astfel de situații, organismele publice precum banca centrală trebuie să furnizeze lichidități pentru a preveni întreruperile grave ale operațiunilor care pot duce, prin urmare, la eșecuri ale băncii.

Un alt element important pentru AFI și pentru disciplina efectivă a pieței, potrivit Băncii Mondiale, este *infrastructura de informare și guvernare* (World Bank, 2005). Opacitatea informațiilor mărește riscurile de capital și reduce volumele de tranzacționare, care afectează funcționarea piețelor financiare. Drept rezultat, crește importanța informațiilor veridice, calitative, și necesitatea delimitării ei într-un component separat în infrastructura financiară a arhitecturii financiare naționale.

Următorul element al infrastructurii financiare este arhitectura protecției consumatorilor. Un interes deosebit pentru un cadru de reglementare în ceea ce privește îmbunătățirea protecției consumatorilor a reapărut în urma recente crize financiare globale. Printre factorii care au contribuit la declanșarea crizei financiare recente poate fi menționată lipsa de alfabetizare financiară și a garanțiilor pentru protejarea consumatorilor. Recunoscând acest lucru, G20, împreună cu OCDE, au elaborat, în 2011, *Principii privind protecția financiară a consumatorilor*, care identifică 10 principii largi, care pot spori protecția consumatorilor financiari. Acestea sunt: cadrul legal, de reglementare și de supraveghere; rolul organelor de supraveghere; un tratament echitabil și corect al consumatorilor; conduita de afaceri responsabilă; divulgarea și transparența; educația și conștientizarea financiară; protecția bunurilor consumatorilor împotriva fraudei și abuzului; protecția datelor și a confidențialității consumatorilor; gestionarea reclamațiilor; concurența.<sup>8</sup> Incluziunea financiară este un factor esențial pentru reducerea sărăciei și creșterea incluzivă. Accesul la conturile de tranzacții deschide o cale către o incluziune financiară mai largă,

---

<sup>8</sup> G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection [online]. Disponibil: <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>

prin care oamenii și firmele pot face tranzacțiile financiare mai eficiente și în siguranță, accesează fonduri (fie plăți, credit, economii sau altele) să investească în viitor și să facă față șocurilor economice. Accesul la conturile de tranzacții permite, de asemenea, participarea la economia digitală și este un element esențial pentru dezvoltarea digitală.

Inițiativa globală pentru incluziune financiară (FIGI) este un program de trei ani implementat, în parteneriat de Grupul Băncii Mondiale (WBG), Comitetul pentru plăți și infrastructura pieței (CPMI) și Uniunea internațională a telecomunicațiilor (UIT), finanțată de Bill & Fundația Melinda Gates, ca să sprijine și să accelereze punerea în aplicare a acțiunilor de reformă conduse de țară pentru a îndeplini obiectivele naționale de incluziune financiară și, în final, obiectivul global „Acces financiar universal 2020”.<sup>9</sup> FIGI finanțează implementări naționale și sprijină grupurile de lucru, pentru a face față a trei seturi de provocări restante pentru atingerea accesului financiar universal: (1) acceptarea plăților electronice, (2) ID digital pentru servicii financiare și (3) securitatea; și găzduiește trei simpozioane anuale, pentru a aduna autoritățile naționale, sectorul privat și publicul implicat pe teme relevante și pentru a împărtăși perspective emergente din grupurile de lucru și programele de țară.

*Cultura sistemului financiar* este o altă nuanță extrem de importantă în dezvoltarea sistemului financiar, atenția asupra căreia s-a îndreptat, în literatura de specialitate, după criza financiară din 2007. Între timp, cunoașterea importanței culturii industriei ca factor în depășirea crizelor financiare globale s-a dovedit a fi esențială pentru formularea unor reforme eficiente ale sectorului financiar, împiedicând fie o subestimare a schimbărilor culturale, fie o modalitate de îmbunătățire a sistemului financiar actual. Deși mult dezbătute, în industria financiară au existat în literatură puține studii sistematice ale culturii organizaționale. În aceste studii, putem regăsi câteva viziuni.

*Cultura sistemului financiar* este o altă nuanță extrem de importantă în dezvoltarea sistemului financiar, atenția asupra căreia s-a îndreptat, în literatura de specialitate, după criza financiară din 2007. Între timp, cunoașterea importanței culturii industriei ca factor în depășirea crizelor financiare globale s-a dovedit a fi esențială pentru formularea unor reforme eficiente ale sectorului financiar, împiedicând fie o subestimare a schimbărilor culturale, fie o modalitate de îmbunătățire a sistemului financiar actual. Deși mult dezbătute, în industria financiară în literatura de specialitate sunt puține studii privind cultura organizațională. Prezintă interes două viziuni, care sunt expuse în două lucrări. Prima lucrare constituie un raport asupra unui experiment de laborator care a implicat bancheri și nebancheri cărora li s-au propus stimulente materiale pentru un comportament necinstit (Cohn, et al., 2014). În urma acestui experiment, s-a sesizat că, statistic,

---

<sup>9</sup> Financial Inclusion Global Initiative (FIGI) [online]. Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/brief/figi>



în medie, bancherii nu sunt semnificativ mai înclinați să se comporte necinstit decât oamenii din alte domenii. Cu toate acestea, adăugarea unui regim prin solicitarea unui grup de bancheri de a face declarații explicite, privind practica lor profesională, a avut un efect statistic semnificativ. Mai exact, s-a constatat că grupul de bancheri cărora li s-a cerut pregătirea profesională a fost semnificativ mai predispus statistic la un comportament necinstit decât grupul de control al bancherilor cărora nu li s-a cerut informații despre pregătirea profesională. Autorii cercetării au atribuit acest efect culturii din industria financiară, concluzionând că această cultură îi face pe angajați să se comporte mai necinstit.

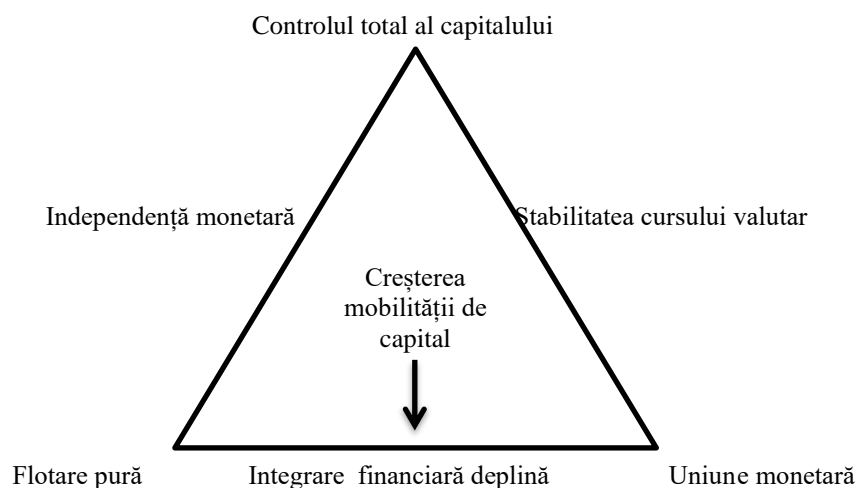
Un alt studiu analizează valorile personale ale profesioniștilor din industria financiară în raport cu valorile personale ale populației în general. Pentru a preveni răspunsurile pătinoare, el folosește datele sondajelor colectate înainte de începerea crizei financiare globale în 2007. Rezultatele indică faptul că profesioniștii din finanțe acordă doar o valoare trivial mai mare puterii și realizării (autoîmbunătățire) și doar o valoare trivial mai mică bunăstării celorlalți (autotranscendență) decât o face populația generală. Mai mult, aceste diferențe dispar complet ori sunt răsturnate odată ce sunt adăugate caracteristici individuale standard, precum nivelul de educație, ca variabile de control. Astfel, Van Hoorn constată că defecțiunile din industria financiară și criza financiară ar fi avut loc, indiferent de persoanele specifice, angajate în industrie (Van Hoorn, 2015). Totuși, din lucrările menționate, se poate conchide că schimbarea culturală în industria finanțelor oferă o cale importantă pentru îmbunătățirea sistemului financiar, scăderea probabilității de crize viitoare și optimizarea intermedierei dintre furnizorii de creditori și solicitanții de credite.

**Integrarea financiară.** Integrarea financiară globală a devenit o trăsătură definitorie a dezvoltării economiei mondiale. Aceasta a făcut parte dintr-o tendință generală de politică economică, orientată către piață. Seturile de idei spre schimbare au condus și au urmărit structura de stimulare a unei situații economice, care se modifică rapid în mod reflexiv. Procesele de integrare a sistemelor financiare naționale au creat condiții preliminare pentru formarea instituțiilor de reglementare interstatală în cadrul grupurilor de integrare regională. Drept urmare, atât reglementările interstatale, cât și cele supranaționale au început să se transforme, în mod obiectiv, de la secundar la primar, în raport cu reglementarea sistemelor financiare naționale. Mai mult, acest lucru nu înseamnă o scădere a rolului statului în acest proces. Nivelul național de reglementare se confruntă cu sarcina de a rezolva problemele implicării economiilor naționale în procesul de globalizare, adaptarea sistemelor financiare la impacturile negative, neutralizarea și reducerea riscurilor de dezvoltare a crizei, precum și poziționarea pe arena financiară internațională. Soluția unor astfel de probleme actualizează necesitatea unei restructurări substanțiale și a modernizării sistemului de reglementare național prin combinarea diferitelor

direcții, forme, metode și mijloace de reglementare, care asigură, de asemenea, interacțiunea strategică a sistemelor financiare naționale cu economia mondială. Astfel, putem vorbi despre transformarea la nivelul național a reglementării relațiilor monetar-financiare internaționale. Particularitățile SMFI actual de confruntare cu crizele financiare globale moderne confirmă necesitatea actualizării sarcinilor și a funcțiilor reglementării naționale; chiar dacă, în trecut, sarcinile acestea au fost realizate, mulți se îngrijorează că, în prezent, nu se va putea adapta la cerințele economiei globale în procesul de globalizare. Importanța reglementării naționale în asigurarea competitivității pe termen lung a sistemelor financiare naționale în contextul integrării regionale și formarea de noi centre financiare este în continuă creștere. Globalizarea finanțelor în contextul convergenței interstatale a identificat necesitatea armonizării funcțiilor de reglementare ale statului și de autoreglementare. Deși forțele pieței și instituțiile de autoreglare, inclusiv instituțiile de reglementare supranațională pot contribui la armonizarea funcțiilor de reglementare, atunci când se integrează instituțiile de reglementare, nu se pot baza doar pe acțiunile lor. Defecțiunile în activitatea instituțiilor de autoreglare pot da naștere unor externalități sistemice negative, în special, redistribuirea fluxurilor de capital către sisteme și instituții mai puțin reglementate sau crearea de forme de concurență, care pot submina stabilitatea financiară.

**Regimul macroeconomic.** Elementele regimului macroeconomic relevante pentru arhitectura financiară națională sunt regimul cursului valutar, regimul monetar, contul de capital și capacitatea de a gestiona riscul național nediversificabil. Literatura referitoare la alegerea regimului cursului valutar și a zonelor valutare optime a clarificat conexiunile dintre primele trei elemente, în timp ce literatura de pe piețele de capital din economiile deschise se ocupă de al patrulea element. În alegerea unui regim al cursului valutar, autoritățile trebuie să decidă asupra a trei aspecte- cheie: în primul rând, gradul dorit de autonomie al politicii monetare; în al doilea rând, gradul de deschidere a contului de capital, care va contribui, decisiv, la determinarea intensității mobilității capitalului; și în al treilea rând, gradul de flexibilitate a cursului valutar nominal. În cazul în care nu există restricții la alegere, autoritățile ar putea atribui politica monetară țintelor interne (inflație/șomaj), ar asigura mobilitatea gratuită a capitalului, pentru a facilita alocarea intertemporală a resurselor, a riscului și ar putea stabili un curs valutar nominal stabil, pentru a favoriza stabilitate în așteptările sectorului privat. Numărul de parametri și variabile „gratuite” din setul de oportunități al autorităților este totuși prea limitat. Lipsa gradelor de libertate determină apariția unei „trileme”: nu este posibilă, simultan, realizarea unei stabilități a cursului valutar nominal, a mobilității libere de capital și a unei politici monetare autonome (Frankel, 1999). Cel mult, două dintre aceste obiective pot fi urmărite în mod constant.

Ultimul element din dreptunghiul regimului macroeconomic este capacitatea de a gestiona riscul național nediversificabil.



**Figura 2.9. Noua trilemă imposibilă**

**Sursa:** (Frankel, 1999).

Țările în curs de dezvoltare ar fi putut accesa orice sumă de credit la rata dobânzii curente pe piețele internaționale de credit, în cazul în care ele ar fi perfecte. Într-o astfel de lume, țările ar fi capabile să redistribuie efectele șocurilor externe în timp. Autoritățile ar putea recurge la piețele internaționale de credit, pentru a stabiliza consumul și a finanța investițiile până la epuizarea tuturor oportunităților profitabile. De asemenea, țările mici ar putea diversifica o bună parte din riscurile lor naționale. Costurile tranzacțiilor, riscul suveran, incertitudinea și informația asimetrică împiedică această posibilitate. Construirea unui portofoliu pentru diversificarea riscurilor țărilor în curs de dezvoltare s-a dovedit a fi foarte dificil într-un context, în care parametrii ce definesc procesele stochastice generatoare de rentabilitate valorilor mobiliare naționale sunt instabile. Randamentele, însă tind să fie corelate pozitiv, în consecințele unor crize în țările emergente, ca urmare a suprasaturării pieței de capital, frecvent ajutată de comportamentul irațional al investitorilor.

Gestionarea și atenuarea riscurilor este o activitate importantă pentru firme, dar și pentru factorii de decizie de politică dintr-o lume a piețelor de capital imperfecte. De fapt, competența în managementul riscului național poate fi la fel de importantă pentru avantajul competitiv ca și dezvoltarea spre o economie tehnologică sau de scară. Dar, din nou, instrumentele și domeniul de aplicare al gestionării riscurilor nu pot fi evaluate în mod izolat de caracteristicile arhitecturii financiare naționale și AFI. Aceste caracteristici pot afecta, în mod decisiv, numărul, tipul și întinderea expunerilor la risc cu care se confruntă o țară și, prin urmare, comportamentul riscului național. În acest sens, un creditor internațional de ultimă instanță ar fi de mare ajutor în gestionarea riscului național. Este esențial să se evite practicile și regulile financiare, care cresc vulnerabilitatea economiilor și să se elimine mecanismele, care provoacă politici fiscale ciclice (Fanelli and Medhora, 2001).

Finanțele internaționale contemporane ridică întrebări importante dacă acestea pot fi, de asemenea, supravegheate de guvernele naționale și de instituțiile internaționale. În măsura în care stabilitatea financiară globală este un bun public global, există un caz normativ pentru ca structurile de guvernare să încerce să atingă acest obiectiv - indiferent dacă au forma unei cooperări interstatale sau a unor instituții internaționale. Cu toate acestea, ultimii 25 de ani indică faptul că a existat o oarecare mișcare către furnizarea de bunuri publice globale, cum ar fi armonizarea financiară și asemănarea facilităților de creditare globale în ultimii ani. Înregistrarea este marcantă, dar această tendință pare să fie direcționată spre o mai mare guvernare globală a finanțelor globale.

Reformarea noii arhitecturi financiare și asigurarea coerenței cu arhitectura financiară națională este esențială în această privință. O arhitectură financiară națională mai bine proiectată poate ameliora în mod semnificativ deficiențele instituționale care generează eșecuri ale pieței financiare. AFI în condițiile economiei actuale aduce o contribuție substanțială la creșterea capacității autorităților de a gestiona riscurile naționale (prin creșterea numărului de instrumente anticiclice și de absorbție a șocurilor disponibile).

### **2.3. Ajustarea arhitecturii financiare din Republica Moldova la noua arhitectură financiară internațională**

Modificările din ultimul deceniu au transmis un important mesaj pe piețele emergente; globalizarea va continua să marcheze evoluțiile economice și financiare din majoritatea economiilor. Este o concluzie practică, rezultând din respectarea deciziilor luate de factorii de decizie politică din economiile emergente, atunci când s-au lovit de criza. De asemenea, acest mesaj întărește concluzia politicului conform căreia procesul de integrare economică - mai ales, financiară - cu restul lumii trebuie să fie atent monitorizat și gestionat, dar nu întârziat. O astfel de concluzie conferă o responsabilitate serioasă tuturor participanților de pe piețele financiare internaționale. Provocarea este dublă; în primul rând, să pună în aplicare politici la nivel național, care să permită economiilor emergente să se integreze fără probleme cu restul lumii și, pe de altă parte, să îmbunătățească arhitectura financiară, să sporească eficiența piețelor financiare internaționale. Pentru economiile emergente, ca, de altfel, pentru orice economie, sectorul financiar îndeplinește diferite funcții, care facilitează funcționarea eficientă a economiei naționale și promovează creșterea economică.

Pentru ca sectorul financiar să contribuie la creșterea și la atenuarea riscurilor, industria însăși trebuie să fie rezistentă și să poată reduce propriile vulnerabilități. Recunoscând acest lucru, instituțiile componente ale AFI elaborează diverse standarde instituționale, instrumente și politici necesare în crearea unui cadru solid pentru dezvoltarea sectorului financiar. În subcapitolele anterioare, s-au pus în discuție politicile și instituțiile care ar trebui promovate la scară națională, regională și globală, pentru a obține o integrare economică și financiară mai mare.

În acest sens, ne vom concentra asupra politicilor pe care țările în curs de dezvoltare, după exemplul Republicii Moldova, trebuie să le implementeze la nivel național. În timp ce o nouă arhitectură globală ar putea reduce contagiunea, comportamentul pasiv sau alte efecte nedorite, economiile emergente vor obține beneficii mai mari, concentrându-se asupra instituțiilor și politicilor naționale. Având în vedere rolurile vitale, pe care le joacă instituțiile arhitecturale în promovarea creșterii și stabilității sectorului financiar, în continuare, ne propunem să identificăm caracteristicile arhitecturii financiare ale Republicii Moldova și să evaluăm statutul lor. Din această perspectivă, vom examina situația celor trei elemente ale arhitecturii financiare naționale, precum și a componentelor lor.

AFI include aranjamente și acțiuni care au drept scop consolidarea instituțiilor la nivel global, pentru a asigura stabilitatea și a facilita integrarea financiară, dar și la nivelul sistemelor financiare naționale. În raportul Băncii Mondiale, sunt prezentate două componente-cheie ale inițiativei AFI: prevenirea crizelor și atenuarea, soluționarea crizelor. Politicile de prevenire a crizelor includ „dezvoltarea și punerea în aplicare a standardelor internaționale și a bunelor practici”, pe de o parte, și „aprofundarea și lărgirea supravegherii și intensificarea consolidării capacității”, pe de altă parte. Banca Mondială și FMI au folosit două instrumente-cheie pentru îndeplinirea acestor obiective (World Bank, 2005):

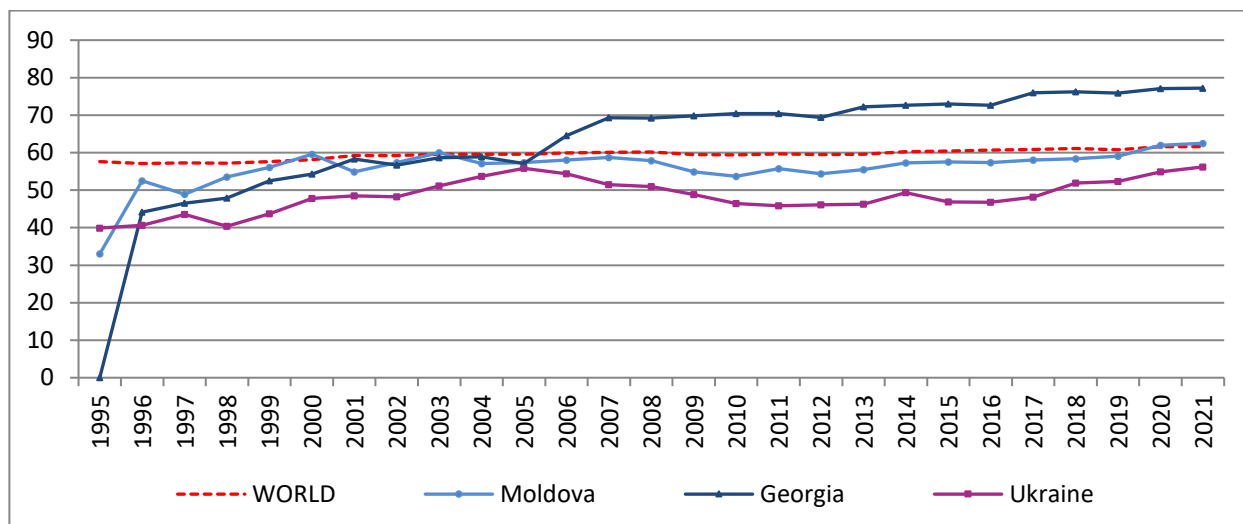
- în primul rând, Programul de evaluare a Sectorului Financiar (FSAP) a identificat punctele forte și punctele slabe ale sectoarelor financiare la nivel național;

- în al doilea rând, inițiativa Rapoarte privind Standardele și Codurile (ROSC) a consolidat sustenabilitatea și transparența instituțiilor, a piețelor și a politicilor legate de sistemul financiar. ROSC evaluează conformitatea instituțiilor arhitecturale naționale cu standardele internaționale în 12 domenii, inclusiv guvernanța corporativă, contabilitatea și auditul, insolvența și drepturile creditorilor, reglementarea băncilor, piețele de asigurări și de valori mobiliare, sistemele de plăți și decontări, spălarea de bani și finanțarea terorismului, transparența datelor, a politicilor fiscale, monetare și financiare (World Bank, 2005).

Pentru a evalua arhitectura financiară a Republicii Moldova, vom încerca să identificăm, mai întâi de toate, principalele legături dintre aceasta și AFI. Aceste legături influențează atât structura financiară, cât și evoluția macroeconomică a țării noastre.

Analiza dezvoltării arhitecturii financiare a Republicii Moldova în concordanță cu AFI presupune evaluarea impactului celor patru elemente a AFI. Din fig.2.8, putem observa că primul element este modelul de bază pentru activitatea monetar financiară internațională. Și, după cum s-a relatat în paragrafele anterioare, un aspect important al modelului market led este flexibilitatea economică, deoarece doar o economie cu o structură flexibilă se poate adapta ușor nevoilor din timp și va realiza o dezvoltare mai rapidă.

O parte componentă a flexibilității economice poate fi considerat nivelul deschiderii economice. În anul 2021, potrivit Index of Economic Freedom, Republica Moldova a ocupat locul 85 (locul 84 – Paraguay; locul 86 – Mongolia), cu scorul de 62.5, plasându-se în categoria țărilor libere moderat (*moderately free*). În Europa Republica Moldova, se află pe locul 40 în rândul celor 44 de țări din regiune, iar scorul său general este sub mediile regionale și mondiale. În figura de mai jos, putem vedea evoluția acestui scor în Republica Moldova în comparație cu alte țări din regiune, în special, țările Parteneriatului Estic, semnatare ale Acordurilor de Asociere cu Uniunea Europeană (Republica Moldova, Georgia, Republica Moldova).



**Figura 2.10. Evoluția Index of Economic Freedom, în țările Parteneriatului Estic**

**Sursa:** Index of Economic Freedom, 2021.

Din figură, putem observa că cea mai favorabilă valoare a Index of Economic Freedom o are Georgia, care este mai mare și decât media mondială, în timp ce Republica Moldova se plasează la nivelul mediei mondiale.

**Tabelul 2.1. Componentele Index of Economic Freedom, în țările Parteneriatului Estic, anul 2021**

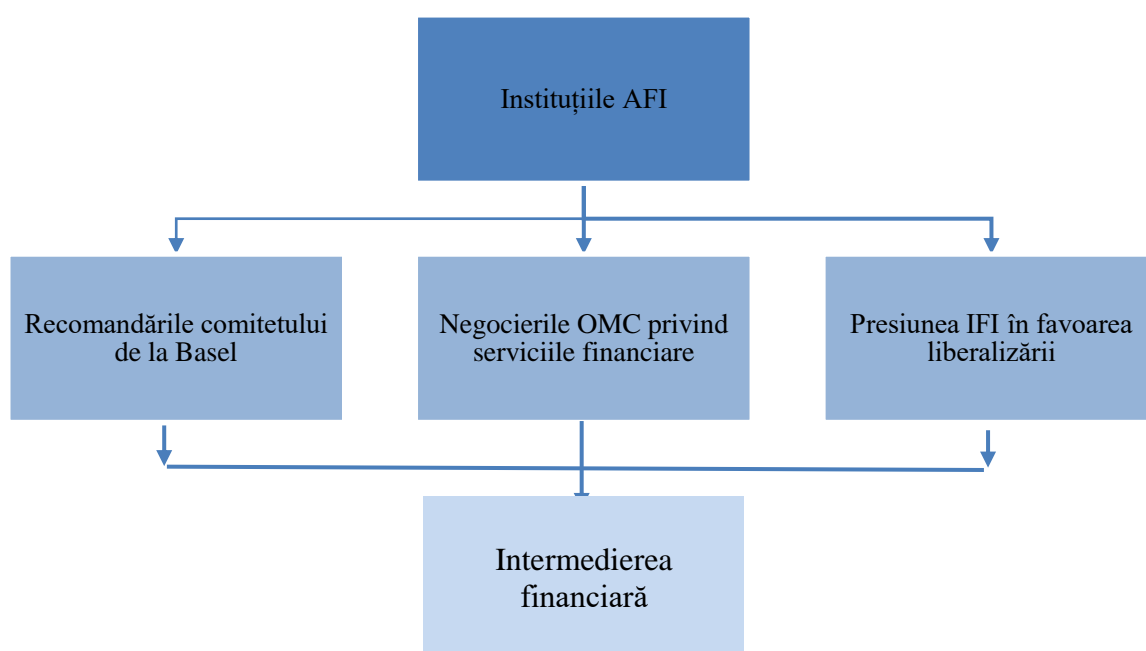
	Republica Moldova	Georgia	Ucraina		Republica Moldova	Georgia	Ucraina
<b>Regula legii</b>				<b>Dimensiunea guvernului</b>			
Dreptul de proprietate	60.6	66.9	48.5	Cheltuieli guvernamentale	71.0	76.9	48.2
Integritatea guvernamentală	38.7	64.65	37.9	Povara fiscală	94.0	89.1	88.7
Eficiența judiciară	29.9	59.3	41.1	Sănătate fiscală	96.5	94.9	87.7
<b>Eficiența reglementării</b>				<b>Pietele libere</b>			
Libertatea businessului	66.2	84.9	63.5	Libertatea comerțului	76.8	86.0	79.20
Libertatea muncii	39.2	76.7	48.7	Libertatea de investiții	55.0	80.0	35.0
Libertatea monetară	71.5	76.7	65.8	Libertatea financiară	50.0	70.0	30.0

**Sursa:** Index of Economic Freedom, 2021.

În tabelul de mai sus, sunt prezentate și scorurile componentelor indicelui de libertate economică, din care reiese că Georgia este cu mult peste rezultatele celorlalte două țări din parteneriatul estic, plasându-se pe locul 12, între Iceland și Mauritius, pe când Ucraina ocupă locul 146 și se situează între Djibouti și Mauritania.

Instituțiile AFI, la rândul lor, influențează intermedierea financiară internă a țărilor în curs de dezvoltare prin câteva canale: (1) adoptarea recomandărilor Comitetului de la Basel ca ghid pentru reforma reglementărilor și a supravegherii bancare; (2) negocierile OMC privind serviciile financiare; și (3) presiunea instituțiilor internaționale, precum FMI și Banca Mondială care favorizează liberalizarea.

Dacă ne referim la primul canal, trebuie să menționăm că **principiile de bază ale Comitetului Basel pentru supravegherea bancară eficientă** reprezintă standarde internaționale pentru supravegherea băncilor. Ele sunt de referință pentru practicile de supraveghere sustenabile și sunt utilizate de către FMI și Banca Mondială, în contextul FSAP, pentru a evalua eficacitatea supravegherii bancare. Publicate pentru prima dată în septembrie 1997, Principiile de la Basel au fost revizuite în octombrie 2006 și septembrie 2012, pentru a reflecta principalele învățăminte derivate din criza financiară și evoluțiile necesare în supravegherea bancară.



**Figura 2.11. Canalele de influență asupra intermedierei financiare în țările în curs de dezvoltare**

**Sursa:** *elaborat de autor*

Prevederile Acordului Basel III, în mare parte stau, la baza directivelor, a regulamentelor și a recomandărilor comunitare, care urmează a fi transpuse în legislația națională a țărilor

parteneriatului estic, potrivit acordurilor lor cu Uniunea Europeană și Comunitatea Europeană a Energiei Atomice și statele membre ale acestora.

În conformitate cu Acordul privind serviciile financiare OMC, țara noastră, precum și celelalte două țări ale parteneriatului estic și-au asumat angajamente ce pot fi considerate generoase.

Totodată, Republica Moldova, sub impactul instituțiilor internaționale, precum FMI și Banca Mondială, care favorizează liberalizarea, depun eforturi, pentru a coordona macroeconomia și pentru a realiza o integrare mai profundă a piețelor financiare. Trebuie de menționat că, pe parcursul dezvoltării economiei naționale, FMI a susținut permanent Republica Moldova. Din momentul aderării la FMI, Republica Moldova a beneficiat de următoarele acorduri cu FMI pentru susținerea programelor de ajustare economică ale autorităților: Mecanismul de finanțare compensatorie și excepțională (CCFF), Mecanismul finanțării reformelor structurale (STF), Acordurile Stand-by (SBA), Mecanisme de finanțare extinsă (EFF) și Mecanisme de reducere a sărăciei și creștere economică (PRGF) - din 2009, numite Mecanisme de creditare lărgită (ECF). Anual, FMI acordă Republicii Moldova consultări în domeniul politicii economice și financiare, conform prevederilor Articolului IV al Statutului FMI, care reglementează relațiile de cooperare dintre țările membre și FMI.<sup>10</sup>

La fel, și guvernarea instituțiilor internaționale are implicații directe asupra arhitecturii financiare naționale a Republicii Moldova. După cum a fost menționat anterior agenda reformelor politicilor postcriză coordonată de FSB, s-a axat pe domeniile prezentate în fig.2.6.

Și ultimul element al AFI, FinTech, face incursiuni nu numai la nivel global, dar și la nivel național, ceea ce duce la modificarea felului în care se realizează tranzacțiile financiare. În țara noastră FinTech a început să se dezvolte în special în domeniul plăților mobile. Astfel, la sfârșitul anului 2019, în Republica Moldova au fost înregistrați 7 provideri de servicii de plată, cu o cotă de 3.58 % în sectorul Alte Corporații Financiare.

Sistemul financiar al Republicii Moldova este dominat de sectorul bancar, celelalte segmente ale sistemului financiar național fiind, după mărimea activelor, cu mult sub activele sectorului bancar. Structura sistemului financiar din Republica Moldova este prezentată în tabelul de mai jos.

BNM îndeplinește funcții tradiționale ale băncii centrale, inclusiv asigurarea sustenabilității sistemului bancar prin licențierea și reglementarea băncilor. Rolurile și funcțiile BNM sunt stipulate în legea BNM, care împuternicește BNM să reglementeze și să supravegheze

---

<sup>10</sup> Relația Republicii Moldova cu Fondul Monetar Internațional (FMI) [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/relatia-republicii-moldova-cu-fondul-monetar-international-fmi>



băncile. Activele totale ale BNM se ridică la 78.25 mld. lei (38.9 % din PIB) la sfârșitul anului 2020.

**Tabelul 2.2. Structura sistemului financiar din Republica Moldova, 2020**

<b>Sectorul Corporațiilor Financiare (Financial Corporations (FCs) Sector) 2019</b>	<b>Valoarea Activelor (mil.lei)</b>	<b>Numărul Instituțiilor</b>	<b>Cota parte a activelor în subsectorul FCs (%)</b>	<b>Cota parte a activelor în sectorul FCs (%)</b>
<b>Banca Națională a Moldovei</b>	<b>78255.00</b>	<b>1</b>	<b>42.72</b>	<b>39.59</b>
<i><b>Instituții de depozitare (Deposit Takers (DTs))</b></i>				
<b>Bănci comerciale</b>	<b>103773.59</b>	<b>11</b>	<b>56.66</b>	<b>52.50</b>
cu capital autohton	3836.00	1	2.10	1.94
cu capital autohton și străin	85582.95	6	46.76	43.30
cu capital integral străin	14354.64	4	7.84	7.26
<b>Instituții de depozitare-Asociații de Economii și Împrumut</b>	<b>986.15</b>	<b>64</b>	<b>0.54</b>	<b>0.50</b>
<b>Total (BNM și instituții de depozitare)</b>	<b>183014.74</b>	<b>76</b>	<b>100</b>	<b>92.66</b>
<i><b>Alte Corporații Financiare (Other Financial Corporations)</b></i>				
<b>Societățile de asigurare</b>	<b>3174.00</b>	<b>11</b>	<b>21.89</b>	<b>1.61</b>
compuse (composite)	834.7	1	5.76	0.42
generale (non-life)	2339.20	10	16.13	1.18
<b>Alți intermediari financiari (Other Financial Corporations)</b>	<b>10790.86</b>	<b>337</b>	<b>74.43</b>	<b>5.46</b>
Instituții non- depozitare -Asociații de Economii și Împrumut	129.18	164	0.89	0.07
Organizații de creditare non-bancare	10597.68	166	73.09	5.37
Societățile de investiții nebankare (Securities dealers)	64.00	7	0.44	0.03
<b>Companiile financiare auxiliare (Financial auxiliaries)</b>	<b>533.71</b>	<b>93</b>	<b>3.68</b>	<b>0.27</b>
Brokerii și agenții de asigurare(brokers and agents)	n.a.	102	n.a.	n.a.
Bursa de valori	14.01	0	0.10	0.01
Provideri de servicii de plată	519.7	7	3.58	0.26
Case de schimb valutar	n.a.	383	n.a.	n.a.
<b>Total (alte corporații financiare)</b>	<b>14498.57</b>	<b>830</b>	<b>100</b>	<b>7.4</b>
<b>Total</b>	<b>197513.31</b>	<b>906</b>		<b>100</b>

**Sursa:**elaborat de autor în baza datelor: BNM [online]. [citat 07.05.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>; CNPF [online]. Disponibil: <https://www.cnpf.md/ro/publicatiile-cnpf-6302.html>

Băncile comerciale constituie o pondere semnificativă în sistemul financiar din Republica Moldova, cu excepția băncii centrale, reprezentând 52.5% din activele totale ale corporațiilor financiare (51.6 % din PIB). Din totalul de 11 bănci comerciale (active totale de 103.7 mld. lei), 1 bancă este cu capital integral autohton, 6 bănci au capital autohton și străin și 4 bănci sunt cu capital integral străin. Cota parte a capitalului străin în total sistemul bancar constituie 86.63%. Instituțiile de depozitare (asociații de economii și împrumut, categoria B) cu active totale de 986.15 milioane lei reprezintă aproape 1% din activele totale ale instituțiilor de depozitare.

În sectorul altor corporații financiare, companiile de asigurări și organizațiile de creditare non-bancară joacă un rol dominant. În Republica Moldova operează 11 companii de asigurări, cu active totale de 3174.00 mil. lei, din care 10 societăți de asigurări nonviață reprezintă 73.7% din industrie. Organizațiile de creditare non-bancare în număr de 166 își desfășoară activitatea în sistemul financiar moldovenesc, cu active totale de 10597.68 mil. lei și cu o cotă de 73.09% în sectorul altor intermediari financiari. Totodată există 7 furnizori de servicii de plată, cu active totale de 519.7 mil. lei, constituind 3.58% în sectorul altor intermediari financiari. Asociațiile de economii și împrumut (non-depozitare) au o penetrare limitată a activelor în sectorul altor corporații financiare, reprezentând doar 0.89 % din subsectorul său. Trei fonduri de pensii sunt înregistrate, dar nu sunt funcționale.

Datele din tabelul 2.2 ne demonstrează că sistemul financiar al Republicii Moldova este dominat de sectorul bancar, celelalte segmente ale sistemului financiar național fiind, după mărimea activelor, cu mult sub nivelul sectorului bancar.

În ultimii zece ani, reformele introduse în componentele primului element al arhitecturii financiare naționale a țării noastre - infrastructura financiară - au fost radicale și au afectat toate elementele sale. Aceste reforme au fost realizate, în principal, ca urmare a semnării Acordului de Asociere cu Uniunea Europeană.<sup>11</sup>

Pentru o arhitectură financiară națională bine consolidată, care să poată asigura stabilitatea instituțiilor financiare sunt necesare mai multe condiții care trebuie îndeplinite. Printre acestea, pot fi menționate: politici macroeconomice sustenabile și durabile; cadru bine stabilit pentru formularea politicii de stabilitate financiară; infrastructură publică bine dezvoltată; cadru clar pentru gestionarea crizelor, recuperare și soluționare; nivel adecvat de protecție sistemică (sau siguranță publică) și disciplină eficientă a pieței. O infrastructură publică bine dezvoltată ar presupune elemente arhitecturale-cheie, cum ar fi un sistem de drept de afaceri; principii și reguli contabile bine definite internațional; un sistem judiciar eficient și independent; profesioniști competenți și cu experiență; sisteme de plăți bine reglementat; birouri de credit; și disponibilitatea datelor și informațiilor economice, financiare și sociale de bază.

*Configurația instituțională* a arhitecturii financiare a Republicii Moldova trebuie să corespundă, pe de o parte, obiectivelor SMFI, iar pe de altă parte să conducă la dezvoltarea sistemului financiar național. Potrivit obiectivelor de bază ale AFI, aranjamentele de bază au drept vizor optimizarea sistemelor de prevenire a crizei, dar și remediarea în domeniul managementului crizelor financiare. Pentru a spori rezultatele noilor cerințe, este necesar un regim de supraveghere

---

<sup>11</sup> Acordul de Asociere între Republica Moldova, pe de o parte, și Uniunea Europeană și Comunitatea Europeană a Energiei Atomice și statele membre ale acestora, pe de altă parte. [online]. Disponibil: <https://www.mfa.gov.md/img/docs/Acordul-de-Asociere-RM-UE.pdf>

eficient. După cum s-a menționat în paragraful anterior, supravegherea efectivă presupune atribuirea unor anumite funcții unor instituții. În practica internațională există mai multe modele de supraveghere, alegerea cărora depinde de mai mulți factori.

Cât privește aranjamentele de supraveghere financiară, putem considera că în Republica Moldova, modelul de supraveghere financiară este unul hibrid special numit modelul Two Agency. În Republica Moldova, acest sistem, adoptat în prezent ar putea fi văzut ca o derivată a modelului parțial integrat cu doi supraveghetori: o agenție este responsabilă de supravegherea prudențială a sectorului bancar (BNM), iar o altă agenție este responsabilă pentru sectorul de asigurări și firmele de valori mobiliare și piețe (CNFP). În varianta sa clasică, o agenție este responsabilă de supravegherea prudențială a sectoarelor bancare și de asigurări, iar o altă agenție este responsabilă pentru firmele de valori mobiliare și piețe. Rolul central în structura instituțională a oricărei arhitecturi financiare naționale i se conferă băncilor centrale. Iar ca urmare, a crizei financiare, băncilor centrale, li s-a adăugat încă două funcții extrem de importante pentru sectorul financiar: politica macroprudențială și rezoluția.

BNM îndeplinește funcții tradiționale ale băncii centrale, inclusiv protejarea sustenabilității sistemului bancar prin licențiere și reglementarea băncilor. Rolul și funcțiile BNM sunt stipulate în legea BNM, care împuternicește BNM să reglementeze și să supravegheze băncile.<sup>12</sup> BNM reglementează și supraveghează în principal băncile, în timp ce CNFP este responsabil de reglementarea instituțiilor financiare nebancare. BNM reglementează băncile comerciale, precum și casele de schimb valutar și providerii de servicii de plată, inclusiv corporațiile emitente de monedă electronică. CNFP reglementează alte instituții financiare nebancare, inclusiv companii de asigurări, instituții de microfinanțare, Asociații de Economii și Împrumut (atât depozitare, cât și nondepozitare), brokeri și agenți, dealeri de valori mobiliare și burse. Legea care reglementează organizațiile de creditare nonbancare (instituții de microfinanțare și societăți de leasing) din Moldova a fost adoptată în octombrie 2018.<sup>13</sup>

Finanțele moderne sunt „construite legal” de aceea un cadru legal bine dezvoltat este necesar pentru funcționarea eficientă a piețelor și a instituțiilor financiare (Pistor, 2013).

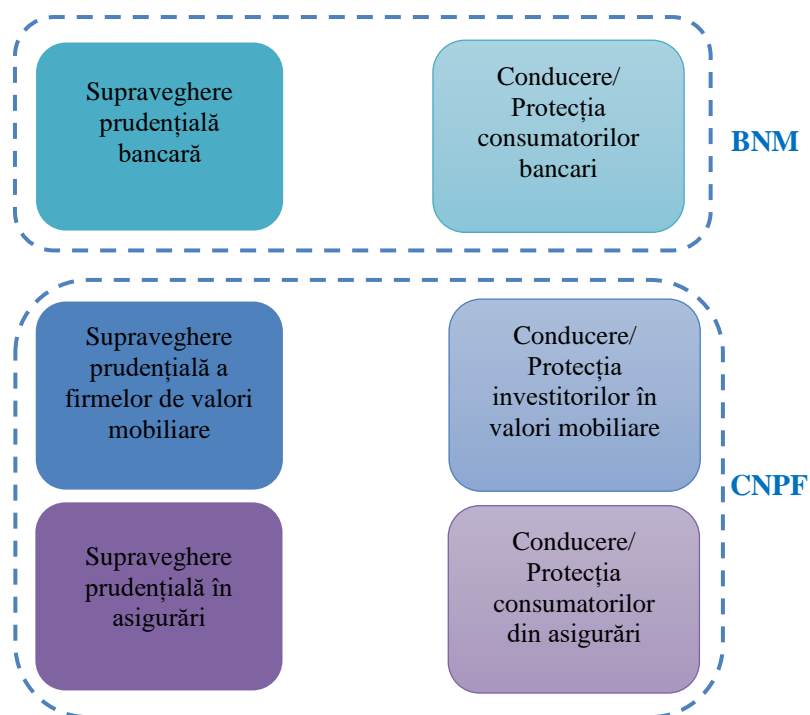
Cele mai importante fapte stilizate ale finanțelor contemporane, atât la nivel internațional, cât și la nivel național, sunt următoarele: în primul rând, faptul că activele financiare sunt construite legal; în al doilea rând, această lege contribuie la instabilitatea financiară; în al treilea rând, există o ordine strictă a mijloacelor de plată, ceea ce presupune că finanțele sunt esențial ierarhice; în al

---

<sup>12</sup> Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548-XIII din 21.07.1995 Republicat: Monitorul Oficial al R.Moldova nr.297-300 art.544 din 30.10.2015

<sup>13</sup> Legea cu privire la organizațiile de creditare nebancară nr. 1 din 16.03.2018 Publicat : 30.03.2018 în Monitorul Oficial Nr. 108-112 art Nr : 200 Data intrării în vigoare : 01.10.2018

patrulea rând, caracterul obligatoriu al angajamentelor legale și contractuale tinde să aibă o corelație inversă cu ierarhia finanțelor: dreptul tinde să fie obligatoriu la periferie și relativ mai elastic la vârful sistemului financiar (Pistor, 2013).



**Figura 2.12. Modelul de supraveghere a sistemului financiar din Republica Moldova**

**Sursa:** *elaborat de autor după:* (Calvo, et al., 2018).

Stabilitatea și reziliența sistemelor financiare depind, parțial, de capacitatea mediului legal de a sprijini acordurile contractuale, utilizate de piețe și instituții, pentru a promova schimburile și luarea deciziilor de către agenții economici și de a preveni practicile dăunătoare (frauda, coluziunea, corupția). O infrastructură legală solidă ar include diferite legi, care promovează creșterea prin mobilizarea economiilor și transformarea acestora în capital productiv (Moskow, 2002.). Dezvoltarea insuficientă a sectoarelor financiare naționale, în mare parte, se explică prin situația mediului juridic și de reglementare. Astfel, țările cu venituri mari au valoarea acestor indicatori substanțial mai mari, decât țările cu venituri mici.

În acest sens, reformele structurale trebuie să joace rolul central. Totodată, trebuie de menționat că este puțin probabil ca o țară în curs de dezvoltare, ca Republica Moldova, să poată gestiona singură problemele legate de mediul juridic și de reglementare. Astfel, sprijinul și condiționalitatea instituțiilor internaționale, dar și a țărilor cu democrație deplină sunt cruciale pentru reușita reformelor în țara noastră.

În același timp, autoritățile Republicii Moldova trebuie să demonstreze angajamentul vizibil în combaterea corupției, aducerea în fața justiției a celor găsiți vinovați de corupție și de furt al resurselor publice.

Se impune, totodată, examinarea în colaborare cu partenerii de dezvoltare și cu donatorii externi, a celor mai bune opțiuni de gestionare a fondurilor returnate, ținând cont de efectele importante de semnalizare asupra publicului.

Trebuie soluționate vulnerabilitățile de lungă durată cu privire la proprietatea, guvernanta și supravegherea sectorului financiar. Situația din sectorul bancar trebuie normalizată, pentru a permite fluxuri sporite de credite către sectorul privat. Pentru a proteja sectorul bancar de interesele personale și de grup, puternic și adânc înrădăcinate, trebuie să fie implementate și aplicate, cu strictețe, garanții eficiente de supraveghere și reglementare (Secieru, et al., 2020).

Într-un sistem financiar, care funcționează bine, supraveghetorii și autoritățile de reglementare acționează în numele societății în general, protejează interesele diferitelor părți interesate și asigură stabilitatea sistemului financiar în ansamblu (Pistor, 2003). Într-un astfel de sistem, cadrul de reglementare și supraveghere trebuie să permită aplicarea normelor și a legilor, protecția drepturilor de proprietate, stabilitatea sectorului financiar, protecția consumatorilor, corectitudinea și eficiența piețelor (Llewellyn, 2006).

De aceea, *politica de reglementare* a sistemului financiar a țărilor în curs de dezvoltare constituie un subiect extrem de important în cadrul dezvoltării sistemelor financiare.

Dacă ne referim la Republica Moldova, este de menționat că reformele regulatorii în sistemul financiar sunt într-o continuă desfășurare încă din momentul semnării Acordului de Asociere.

**Cadrul normativ.** Ca urmare a crizei bancare din perioada 2014-2015, au fost identificate unele aspecte care ar fi necesar de revăzut sau redefinit, având la bază cele mai recente experiențe internaționale de succes și prin alinierea la cadrul normativ al Uniunii Europene.

Prin urmare, în perioada anilor 2015-2018 au fost efectuate mai multe actualizări ale cadrului normativ în vigoare, și au fost ajustate unele structuri organizatorice din cadrul Băncii Naționale a Moldovei.

Provocarea majoră a fost la inițierea trecerii de la Basel I direct la Basel III. Remarcăm, în acest context, aprobarea unei noi legi, care reglementează activitatea băncilor din Republica Moldova – Legea privind activitatea băncilor, care, prin conținutul său, stabilește cadrul de supraveghere din Republica Moldova ca pe unul conform cu principiile stabilite prin BASEL III.

Legea a fost elaborată în cadrul proiectului Twinning, derulat cu suportul Uniunii Europene și cu asistența experților din partea Băncii Naționale a României și a Băncii Naționale a Olandei. De menționat că aceasta transpune, parțial, prevederile Directivei 2013/36/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 26 iunie 2013 cu privire la accesul la activitatea instituțiilor de credit și supravegherea prudentială a instituțiilor de credit și a firmelor de investiții, precum și ale Regulamentului nr.575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 26 iunie 2013 privind

cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și firmele de investiții și de modificare a Regulamentului (UE) nr.648/2012.

Pe lângă stabilirea unor criterii exhaustive, aferente cerințelor de capital, va fi utilizată abordarea unei reglementări la nivelul de act legislativ a tratamentului prudențial pentru diferite riscuri, cum ar fi riscul de credit, riscul de piață, sau riscul operațional, pentru calculul expunerilor ponderate la risc, pe când anterior era utilizat doar riscul de credit. În așa mod, în baza legii menționate, și a cadrului normativ, care derivă din aceasta, BNM va aplica pentru supravegherea instituțiilor. Procedura de supraveghere și evaluare a băncilor (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP). Această procedură de evaluare are un caracter continuu și va agrega constatările aferente activității de supraveghere, efectuate de BNM în vederea obținerii unei imagini complexe. Printre altele, analiza derulată conform procedurilor SREP include, dar nu se limitează la evaluarea și înțelegerea modelului de afaceri al băncilor, la examinarea cadrului de administrare al băncii, la implementarea și gestionarea procedurilor de control intern, la corelarea nivelului de adecvare a capitalului disponibil în dependență de profilul de risc al băncii (inclusiv suficiența capitalului disponibil, pentru a face față riscurilor la care este expusă banca), la identificarea gradului de expunere a băncii la riscul lichidității (inclusiv acoperirea acestor riscuri din surse proprii).

Dacă analizăm complex schimbările rezultate în urma implementării cadrului BASEL III, atunci, cu fermitate, putem spune că, de fapt, impactul este atât pe entitățile raportoare, cât și pe supraveghetor (BNM). Astfel, urmarea unui cadru internațional în materie de supraveghere, actualizat la cerințele piețelor financiare internaționale și calibrat pentru aplicare în Republica Moldova, este, mai degrabă, o aliniere la cerințele aplicate în spațiul european și care vor contribui la dezvoltarea calitativă a sectorului bancar din Republica Moldova prin cele mai transparente și mai prudente abordări în materie de dezvoltare durabilă a sectorului bancar.

Deși existența unui cadru normativ, aliniat la cele mai bune practici, este, în sine, o abordare strategică durabilă, este importantă evaluarea progresului înregistrat de Republica Moldova în transpunerea reglementărilor comunitare în domeniul financiar-bancar în legislația națională. În acest scop, analiza efectuată mai jos respectă următoarea logică: actul UE este pus în corespundere cu actul normativ național, care îl transpune, fiind evidențiate prevederile esențiale ale reglementării naționale și identificate efectele potențiale ale implementării acesteia. O noutate în abordarea cerințelor prudențiale față de nivelul fondurilor proprii ale unei bănci este aprobarea Regulamentului cu privire la amortizoarele de capital ale băncilor (aprobat prin Hotărârea Comitetului executiv al BNM nr.110 din 24 mai 2018). Acest regulament introduce definiția și caracteristicile unor amortizoare: amortizorul de conservare a capitalului, amortizorul anticiclic de

capital specific băncii, amortizorul specific fiecărei societăți de importanță sistemică (O-SII) din Republica Moldova și amortizorul de risc sistemic.<sup>14</sup>

*Amortizorul de conservare a capitalului* este destinat formării unei rezerve de capital în perioade „calme” (perioade de recesiune). Pentru menținerea amortizorului de conservare a capitalului (egal cu cel mult 2,5 % din cuantumul total al expunerii la risc a băncii), băncile urmează să dețină fonduri proprii de nivel 1 de bază suplimentar la fondurile proprii de nivel 1 de bază, menținute pentru a respecta cerința de fonduri proprii, prevăzută în actele normative ale BNM, aferente fondurilor proprii și cerințelor de capital. Acest amortizor se aplică tuturor băncilor din Republica Moldova.

*Amortizorul anticiclic de capital specific băncii* are ca scop sporirea rezilienței sectorului bancar la pierderile potențiale, induse de o creștere excesivă a creditării, și se constituie în perioade de creștere excesivă a creditării, ca supliment la amortizorul de conservare a capitalului, și poate fi stabilit în faza de contracție pentru absorbția pierderilor. În funcție de evoluția economică, acesta se stabilește între 0% și 2,5% din valoarea totală a expunerilor la risc cu o calibrare în trepte de 0,25%. Rata amortizorului anticiclic de capital specific băncii se va stabili separat pentru Republica Moldova în vederea aplicării acestuia de către bănci.

Amortizorul O-SII este aplicabil doar societăților de importanță sistemică din Republica Moldova, identificate conform unor cerințe clare, stabilite în regulament. BNM poate îi impune fiecărei societăți de tip O-SII din Republica Moldova să mențină un amortizor O-SII de până la 2% din cuantumul total al expunerii la risc. În cazul în care se aplică concomitent cu amortizorul de risc sistemic, se aplică doar unul: mai mare. Amortizorul de risc sistemic e aplicabil pentru a preveni și a diminua riscul sistemic nonciclic, manifestat pe termen lung, sau riscul macroprudențial, în sensul de risc de perturbare a sistemului financiar, care poate să genereze consecințe negative semnificative pentru sistemul financiar și pentru economia reală a Republicii Moldova. Acest amortizor se aplică la toate băncile, în mărime de cel puțin 1% pe baza expunerilor la care se aplică amortizorul de risc sistemic.

Considerăm necesar de a menționa faptul că, în noiembrie 2018, Autoritatea Bancară Europeană a evaluat regimul de confidențialitate aplicat de către BNM pentru sistemul bancar, și ca rezultat a inclus BNM în lista autorităților de supraveghere din cadrul statelor nonmembre ale UE, ale căror regimuri de confidențialitate se consideră echivalentele celor aplicate în țările UE.

Această apreciere acordă posibilitate BNM să inițieze procesul de aderare la Acordul de Cooperare dintre Autoritatea bancară Europeană și autoritățile de supraveghere din țările Europei Centrale și Sud-Est (cunoscută ca Inițiativa de la Viena).

---

<sup>14</sup> Regulamentul cu privire la amortizoarele de capital ale băncilor, nr. 110 din 24 mai 2018. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2018, nr. 183-194

Alinierea normativă la cadrul de reglementare a sistemului bancar implică ajustarea continuă a structurii și a competențelor supraveghetorului. Astfel, întru asigurarea unei bune aplicări a supravegherii sectorului bancar, în perioada 2015-2018, structura organizatorică a BNM a avut mai multe transformări calitative și cantitative, care au delimitat și au fortificat rolul de supraveghere și de reglementare. Acest moment este menit a face mai eficientă abordarea de către potențialii investitori externi și interni în procesul de luare a deciziei de intrare pe piața bancară a investițiilor și/sau de participările în capitalul băncilor existente, sau de inițiere a unor afaceri noi în domeniul dat. Totodată, a fost creată subdiviziunea responsabilă de stabilitatea financiară, dar și subdiviziunea aferentă rezoluției bancare (responsabilă inclusiv pentru procesul de lichidare a băncilor ale căror licențe au fost retrase de BNM).

În conformitate cu Acordul privind serviciile financiare OMC, țara noastră, și celelalte două țări ale parteneriatului estic și-au asumat angajamente care pot fi considerate generoase.

Se presupune că țările din regiune depun eforturi, pentru a coordona macroeconomia și pentru a realiza o integrare mai profundă a piețelor financiare.

Complexitatea și dinamismul produselor și al piețelor financiare moderne impun o reglementare complexă și multidimensională (Black, 2012). În situația în care nu sunt abordate corect, reglementările pot crea riscuri și vulnerabilități care ar putea duce la crize economice. Perimetrele de reglementare determină limitele activităților și ale instituțiilor reglementate și nereglementate. Determinarea perimetrelor de reglementare va depinde de diverși factori: nivelul riscurilor sistemice; sofisticarea clienților, prin urmare, vor determina nivelul de intervenție de reglementare. Instrumentele și obiectivele reglementării includ o reglementare microprudențială pentru promovarea siguranței instituțiilor financiare individuale, reglementarea și supravegherea macroprudențială pentru stabilitatea sectorului financiar, conduita reglementării de afaceri, întru a stabili reguli pentru comportamentul și practicile adecvate ale afacerii, reglementarea limitării produselor nocive specifice, reglementarea privind protecția consumatorilor și reglementarea indirectă pentru limitarea expunerii instituțiilor la anumite activități, pentru îmbunătățirea corectitudinii și eficienței piețelor (Bank of England. Financial, 2012). Alte funcții de reglementare se referă la furnizarea de aranjamente nete de siguranță (asigurarea depozitelor și creditelor) și asigurarea integrității sistemului de plăți și a piețelor. Autoritățile de reglementare trebuie să aibă, de asemenea, măsuri pentru gestionarea situațiilor de urgență, cum ar fi gestionarea instituțiilor insolubile și soluționarea crizelor.

Un alt component al infrastructurii financiare este infrastructura de lichiditate, care, la rândul său, poate fi împărțită în: creditor în ultima instanță (LOLR) și lichiditatea pieței financiare.

Unul dintre instrumentele utilizate de băncile centrale este să ofere finanțare de urgență băncilor în calitate de creditor în ultima instanță (LOLR). Astfel, și în legislația Republicii



Moldova în articolul 181 al Legii cu privire la BNM, introdus recent pe data de 15.08.2019, în vigoare 02.09.2019, este stipulată asistența de lichiditate în situații de urgență: pentru a menține stabilitatea sistemului financiar, BNM poate acorda, la deplina sa discreție și în condițiile stabilite de către aceasta, băncilor solvabile și viabile, care se confruntă cu probleme temporare de lichiditate, asistență de lichiditate în situații de urgență. Termenul pentru care se acordă asistența de lichiditate în situații de urgență este de până la 3 luni, cu posibilitatea extinderii acestuia, în mod excepțional, pentru o perioadă nu mai mare de un an de la data acordării, în condițiile stabilite de Comitetul executiv al Băncii Naționale.<sup>15</sup>

Totodată, rolul central al lichidității în exacerbarea crizei a dus la includerea unor cerințe specifice de lichiditate în Basel III. Obiectivul introducerii cerințelor de reglementare privind lichiditățile împreună cu cerințele de capital este de a promova un sector bancar mai rezistent prin îmbunătățirea capacității sale de a rezista la șocuri din diferite surse (BIS, 2010). Întrucât problemele de lichiditate, cu care se confruntă băncile, sunt o caracteristică-cheie a crizei, Basel III a adăugat raporturi ale cerințelor de lichiditate pe lângă consolidarea cerințelor de capital. În mod specific, a fost introdus raportul de acoperire a lichidităților (LCR), pentru a asigura lichiditatea în bănci pe termen scurt și raportul net de finanțare stabil (NSFR) a fost propus pentru a promova rezistența pe termen mediu și lung la șocurile de lichiditate. Și BNM, prin intermediul Regulamentului privind cerințele de acoperire a necesarului de lichiditate pentru bănci, a introdus respectarea: indicatorului de acoperire a cerințelor de lichiditate (LCR). Potrivit acestui regulament, băncile trebui să dețină active lichide a căror valoare însumată acoperă diferența dintre ieșirile de lichidități și intrările de lichidități în situații de criză. În acest scop, acestea urmează să asigure menținerea nivelurilor rezervelor de lichiditate, adecvate pentru a le permite să facă față eventualelor dezechilibre dintre intrările și ieșirile de lichidități în situații de criză gravă într-o perioadă de 30 de zile.<sup>16</sup>

Cât privește elementul infrastructurii informaționale și transparența, există două aspecte-cheie ale acesteia, care contribuie la decizii sustenabile cu privire la finanțare și investiții, care la rândul lor, promovează dezvoltarea sectorului financiar și, prin urmare, a economiei naționale. În primul rând, informațiile de bună calitate, privind instrumentele financiare, instituțiile și piețele, care trebuie furnizate investitorilor și clienților. În al doilea rând, trebuie să fie disponibile

---

<sup>15</sup> Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548-XIII din 21.07.1995 [Republicat: Monitorul Oficial al R.Moldova nr.297-300 art.544 din 30.10.2015. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/lege-cu-privire-la-banca-nationala-moldovei-nr-548-xiii-din-21071995>

<sup>16</sup> Regulamentul privind cerințele de acoperire a necesarului de lichiditate pentru bănci, aprobat prin Hotărârea Comitetului executiv al Băncii Naționale a Moldovei nr.44 din 26.02.2020 (în vigoare din 01.10.2020) Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr.87-93 din 20.03.2020, art.317

informații corecte și fiabile despre utilitatea creditelor, pentru a reduce riscurile și pierderile instituțiilor financiare.

Un element important al unei arhitecturi financiare funcționale este cadrul de contabilitate și audit, care oferă informații de înaltă calitate investitorilor externi. Sistemele de contabilitate bune care produc dezvăluire și transparență de înaltă calitate sunt esențiale pentru luarea deciziilor în cunoștință de cauză și pentru promovarea alocării eficiente a resurselor (World Bank, 2005). Dezvăluirea de înaltă calitate a informațiilor și a practicilor contabile atenuază asimetria informațiilor, crește protecția investitorilor, sporește încrederea acestora și credibilitatea piețelor (Kothari, 2000). Calitatea dezvăluirii depinde de calitatea standardelor contabile și, de asemenea, de factorii instituționali care includ legi și reglementări care necesită respectarea standardelor de divulgare, pentru a-i proteja pe consumatori. Având în vedere rolul esențial al unei infrastructuri informaționale sustenabile, diferite organisme internaționale încurajează adoptarea de standarde contabile internaționale pentru a promova stabilitatea financiară și eficiența economică la nivel național, pentru a îmbunătăți comparabilitatea declarațiilor între țările dintr-o lume din ce în ce mai globalizată. O componentă-cheie a inițiativei de standarde și coduri a BM și FMI pentru consolidarea AFI include o inițiativă pentru adoptarea standardelor internaționale. După recenta criză financiară globală, alte organisme internaționale, precum G20 și Supravegherea bancară a Comitetului de la Basel, au susținut, de asemenea, utilizarea standardelor la nivel global (Pacter, 2014). Consiliul pentru standardele internaționale de contabilitate (IASB), un organism independent de stabilire a standardelor Fundației IFRS, este responsabil, pentru elaborarea standardelor de contabilitate și raportare pentru a aduce „transparență, responsabilitate și eficiență pe piețele financiare din întreaga lume”, pentru a servi „interesul public”, prin încurajarea încrederii, a creșterii și a stabilității financiare pe termen lung în economia globală. Standardele rezultate, elaborate de IASB, Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS) sunt utilizate de diferite țări pentru a dezvolta standarde de contabilitate la nivel de țară.

Cât privește Republica Moldova, putem menționa că în procesul alinierii la standardele celor mai bune practici, sistemul financiar al Republicii Moldova a început, în special, cu aplicarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (SIRF). Astfel, activitățile premergătoare au fost marcate de o revizuire totală a documentului care stă la baza înregistrărilor contabile în bănci – Planul de conturi al evidenței contabile în băncile licențiate din Republica Moldova.

Ulterior, a fost evaluat impactul asupra rapoartelor financiare prezentate de băncile licențiate la BNM și, ca rezultat, efortul estimat pentru efectuarea modificărilor a fost comparabil cu implementarea unui cadru nou de raportare financiară. În astfel de circumstanțe, a fost elaborat Conceptul Sistemului Informatic de Raportare către Banca Națională a Moldovei (SIRBNM), care a dat start unei reforme complexe a modului de primire a rapoartelor de la băncile licențiate. La

etapele incipiente de reformare a sistemului de raportare, au fost efectuate examinări ale cadrului de raportare din Uniunea Europeană și a fost identificat cadrul FINREP, care reprezenta o structură sistematizată a modelelor de rapoarte care urmau a fi prezentate Autorității Bancare Europene și care includeau reguli de validare a datelor.

Astfel, în vederea întreprinderii unor pași concreți spre alinierea la standardele Uniunii Europene, cadrul de raportare FINREP a fost primul set de rapoarte implementate de BMM începând cu perioadele de raportare din ianuarie 2012.

Ulterior, pe parcursul a următorilor 4 ani, toate rapoartele prudențiale și statistice primite de BNM de la bănci au fost transpuse treptat în SIRBNM.

O componentă - cheie a infrastructurii informaționale, care poate contribui la dezvoltarea unui sector financiar stabil, este disponibilitatea informațiilor privind calitatea creditului. Prin reducerea problemelor legate de informații asimetrice, asociate cu selecția adversă și pericolul moral, disponibilitatea informațiilor de credit permite o evaluare mai bună a riscurilor implicite ale diferitelor părți interesate. Pot fi identificate două categorii largi de instituții de informare privind creditele relevante pentru sectorul financiar.

În primul rând, agențiile specializate de rating de credit (CRA) furnizează ratingurile de credit ale întreprinderilor mari, ale corporațiilor și ale titlurilor financiare. În timp ce ratingurile valorilor mobiliare joacă un rol important în buna funcționare a piețelor de capital, ratingurile corporațiilor sunt utilizate pentru a determina cerințele de capital reglementat din Basel II și Basel III. IOSCO (2003) oferă principiile pentru ghidarea activităților CRA, iar IOSCO (2004) detaliază codul de conduită pentru CRA. Cele patru elemente cheie din aceste documente includ: calitatea și integritatea procesului de rating; independența și conflictele de interese; transparența și actualitatea dezvoltării ratingurilor; informații confidențiale. Mai mult, registrele de raportare a creditelor adună informații despre calitatea creditului persoanelor fizice și al firmelor mai mici, care nu sunt evaluate de agențiile de rating. Un cadru legal și de reglementare solid și eficient pentru registrul de credit trebuie să depună eforturi, pentru a echilibra între schimbul de informații relevante cu confidențialitatea și protecția consumatorilor.

În acest context, în Republica Moldova pe data de 27 septembrie 2016, a fost dată în exploatare soluția informatică privind Registrul riscului de credit. Registrul riscului de credit cumulează informația detaliată a băncilor licențiate din Republica Moldova cu privire la totalitatea creditelor acordate. Această informație se raportează către Banca Națională, conform cerințelor normative, intrate în vigoare la 1 iulie 2016. Proiectul de implementare a Registrului riscului de credit a fost inițiat la 15 iunie 2015 în contextul alinierii la standardele internaționale de promovare

a unui sistem financiar puternic și competitiv în baza gestionării adecvate a riscurilor, fiind parte componentă a centralei riscurilor.<sup>17</sup>

Arhitectura protecției consumatorilor este un alt element important al infrastructurii financiare. Programele de educație financiară sunt instrumente necesare pentru abilitarea consumatorilor în ceea ce privește cererea. Este necesar să se introducă scheme de alfabetizare financiară la diferite niveluri, pentru a reduce asimetria informațională, astfel încât consumatorii să poată lua decizii mai informate. Consumatorii alfabetizați financiar nu numai că pot lua decizii financiare mai bune, ci și pot facilita buna funcționare a piețelor financiare. Acest lucru este valabil, în special, prin faptul că produsele financiare au devenit mult mai complexe, iar riscurile pentru astfel de produse sunt greu de înțeles. Alfabetizarea financiară reprezintă o parte importantă a răspunsului reglementării în ceea ce privește protecția consumatorii în urma GFC. Banca Mondială consideră alfabetizarea financiară ca un instrument pentru abilitarea și protecția consumatorilor (World Bank, 2012). Autoritatea de reglementare financiară poate gestiona acțiunile de incluziune financiară; în același timp diferite organizații guvernamentale și neguvernamentale ar trebui implicate în dezvoltarea și implementarea programelor de educație și alfabetizare financiară, folosind o serie de inițiative și canale: publicații, pagini web, televiziune, radio, mass-media. Un cadru de educație financiară solid trebuie să vizeze toate segmentele populației, inclusiv școlarii, tinerii și comunitatea în general.

Reieșind din informația expusă pe site-ul BNM, pe parcursul ultimilor ani, BNM a beneficiat de asistența Fondului European pentru Europa de Sud-Est (EFSE) în domeniul educației financiare.<sup>18</sup> Cu sprijinul oferit de această organizație, s-au desfășurat proiectele Săptămâna Internațională a Educației Financiare și Ziua Internațională a Economisirii. În cadrul acestor proiecte au fost organizate seminare pentru formatori și au fost editate două cărțuții pentru copii din seria „Educație financiară”. De asemenea, pentru a asigura o interacțiune mai eficientă cu grupurile-țintă din ciclul gimnazial, au fost elaborate jocuri interactive ce prezintă noțiuni elementare din domeniul bancar, pentru două categorii de vârste determinate. Abordarea în cauză sporește atractivitatea evenimentelor și induce participanților o reacție pozitivă imediată, care se manifestă și pe termen lung, cu un efect de propagare atât directă, cât și indirectă a educației financiare. Practica jocurilor interactive are drept scop conștientizarea de către public de la o vârstă fragedă a importanței deciziilor financiare și reprezintă o componentă importantă a acțiunilor cu impact asupra incluziunii financiare.

---

<sup>17</sup> Registrul riscului de credit. [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/implementarea-registrului-riscului-de-credit-fost-finalizata>

<sup>18</sup> Asistența tehnică [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/asistenta-tehnica>

Asigurarea depozitelor constituie o parte a regimului de reglementare și este o componentă importantă a cadrului de protecție a consumatorilor pentru asigurarea stabilității financiare. În prezent, asigurarea depozitelor este o parte larg utilizată și integrantă a plasei de siguranță financiară oferite de statele de pe glob. Conform Raportului de reglementare și supraveghere bancară (BRSS) realizat de Banca Mondială, peste 107 țări au o anumită formă de sistem de asigurare a depozitelor în vigoare, începând cu 2016. Acest număr a crescut substanțial de la 93 în anul 2013. În perioada de după criza financiară globală, unele țări au introdus noi scheme de asigurare a depozitelor, iar altele au extins domeniul de aplicare și acoperirea schemelor existente, pentru a restabili încrederea în sistemele lor bancare (World Bank, 2019).

În Republica Moldova, Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar garantează depozitele persoanelor fizice (rezidenți și nerezidenți ai Republicii Moldova) în condițiile și în limitele prevăzute de Legea privind garantarea depozitelor persoanelor fizice în sistemul bancar №575-XV din 26 decembrie 2003.<sup>19</sup> Nivelul plafonului de garantare a depozitelor (suma maximă plătită unui deponent) este 50 000 lei moldovenești, indiferent de numărul și mărimea depozitelor sau valuta în care s-au constituit la bancă.<sup>20</sup>

Cultura sistemului financiar, de asemenea, reprezintă un component al infrastructurii financiare. Cadrul de dezvoltare al capitalului uman și de cunoaștere afectează dezvoltarea financiară, deoarece oamenii calificați și bine educați (persoanele cu un nivel ridicat de capital uman) au acces, în general, mai bun la informații. În plus, educația permite oamenilor să treacă de la sectorul informal la oportunitățile din sectorul formal, ceea ce duce la un acces mai ușor la serviciile financiare formale (Kargbo , et al., 2016) . Capitalul uman poate crea inovații financiare necesare dezvoltării financiare, care, la rândul său, facilitează achiziția de capital uman nou (Chou and Chin, 2001). În sistemul financiar al Republicii Moldova, se acordă o atenție deosebită dezvoltării profesionale. Dacă ne referim la BNM, pe parcursul anului 2018, în vederea asigurării dezvoltării competențelor și creșterii capitalului uman al BNM, 333 dintre angajați au beneficiat de diverse forme de perfecționare, selectate conform necesităților individuale de dezvoltare profesională. Angajații BNM au desfășurat instruirii pe diverse domenii, care au fost găzduite de țări precum România, Italia, Austria, Turcia, Olanda, Germania, Franța, Polonia, SUA, Marea Britanie, dar și instruirii și seminare desfășurate în Republica Moldova. Pentru contribuirea la dezvoltarea profesională a specialiștilor cu profil bancar și nu doar, BNM este deschisă pentru a accepta la practica studenți din instituțiile superioare de învățământ din țară și de peste hotare.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Legea privind garantarea depozitelor persoanelor fizice în sistemul bancar nr.575-XV din 26.12.2003. Monitorul Oficial al Republicii Moldova. 2004, nr.30-34/169

<sup>20</sup> Fondul de Garantare a Depozitelor în Sistemul Bancar [online]. Disponibil: <https://fgdsb.md/plafonul-de-garantare>

<sup>21</sup> Banca Națională a Moldovei Raport anual, 2018 [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/raport-anual-2018>

Și CNPF, în scopul îmbunătățirii continue a proceselor de activitate ale CNPF, sporind, în același timp, eficiența performanței și supravegherea sectorului financiar nebanca, 28% din personalul CNPF și-au îmbunătățit calificările prin participarea la cursuri de formare profesională și schimb de experiențe desfășurate în țară și în străinătate. Personalul a participat la seminare menite să îmbunătățească cunoștințele despre legislație în domeniul resurse umane și integritate, raportare financiară, securitatea sistemelor informaționale etc. Pentru a aprofunda cunoștințele aferente reglementării și supravegherii pieței financiare nebanca, angajații CNPF au participat la instruire și vizite de studii organizate în străinătate.<sup>22</sup>

**Tabelul 2.3. Caracteristicile arhitecturale ale infrastructurii financiare din Republica Moldova**

<b>Caracteristicile arhitecturale</b>	<b>Infrastructura instituțională</b>
Guvernanța la nivel național	Modelul de supraveghere financiară hibrid, special - modelul Two Agency.
Politica de reglementare	Reforma regulatorie în sistemul financiar drept rezultat al semnării Acordului de Asociere cu UE.
Infrastructura de lichiditate	Creditor în ultima instanță (LOLR) și lichiditatea pieței financiare (LCR).
Infrastructura informațională și transparența	Cadrul de raportare FINREP; Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (SIRF); Sistemului Informatic de Raportare către Banca Națională a Moldovei (SIRBNM); Registrului riscului de credit.
Arhitectura de protecție a consumatorilor	Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar (suma maximă plătită unui deponent- 50000 MDL); Programe în domeniul educației financiare.
Cunoașterea și capitalul uman	Dezvoltare profesională permanentă în instituțiile sistemului financiar.

**Sursa:** elaborat de autor

Aplicând abordarea sistemică în cadrul analizei infrastructurii financiare a Republicii Moldova, putem evidenția caracteristicile arhitecturale ale infrastructurii financiare din Republica Moldova (tabelul 2.3).

<sup>22</sup> Comisia Națională a Pieței Financiare. Raport anual, 2018 [online]. Disponibil: <https://www.cnpf.md/storage/files/files/Raport%20anual%202018.pdf>

### **Capitolul 3. DEZVOLTAREA SISTEMULUI FINANCIAR AL REPUBLICII MOLDOVA DIN PERSPECTIVA NOII ARHITECTURII FINANCIARE INTERNAȚIONALE**

*“Toată știința nu este altceva decât sistematizarea gândirii”*

*Albert Einstein*

Stadiul actual al funcționării economiei mondiale este caracterizat de transformări structurale pe scară largă ale forțelor care acționează ca efect al unui șir de procese profunde, ceea ce induce schimbări calitative în principiile interacțiunii sistemelor economice la diferite niveluri de activități funcționale. Consolidarea dinamicii acestor transformări în perioada actuală și în viitor pune multe probleme și, în același timp, creează noi oportunități impresionante pentru Republica Moldova, asociate cu utilizarea unor efecte sinergice în creștere intensă. Aceasta este una dintre cele mai semnificative caracteristici ale mecanismului economic, bazat pe dezvoltarea formelor financiare de cooperare. Structura financiară a economiei mondiale și a economiilor naționale din ultimii ani a suferit schimbări calitative semnificative (în unele cazuri, radicale) asociate integrării capacităților financiare în principalele verigi ale activităților financiare și economice.

#### **3.1. Cadrul metodologic al dezvoltării sistemului financiar**

Sistemul financiar este un sector crucial al oricărei economii, nivelul dezvoltării căruia afectează mediul de afaceri, investițiile, perspectivele economice și dimensiunile sociale, inclusiv sărăcia. Vulnerabilitățile din sistemele financiare generează, adesea, crize financiare, depresiune economică și costuri fiscale. Sectoarele financiare sunt totodată importante pentru monitorizare și comparare în timp și în spațiu (între economiile diferitor state).

Importanța studierii și analizei detaliate a sistemului financiar relevă din faptul, că dezvoltarea financiară contribuie la creșterea economică. Literatură economică privind creșterea financiară susține că dezvoltarea financiară îmbunătățește productivitatea totală și, în cele din urmă, favorizează creșterea economică prin funcțiile inerente ale sistemului financiar. Impactul pozitiv al dezvoltării financiare se manifestă în mai multe direcții, printre care pot fi menționate următoarele:

- favorizarea mobilizării economiilor;
- reducerea asimetriei informaționale și, prin urmare alocarea eficientă a capitalului;
- îmbunătățirea guvernantei corporative prin intermediul exercitării monitoringului și al controlului suplimentar;
- transformarea riscului în procesul monitorizării debitorilor;

- facilitarea creșterii economice prin reducerea costurilor de tranzacție și prin favorizarea schimbul de active și produse, care se realizează prin intermediul banilor sau a serviciilor de plată.

În plus, chiar și într-o lume a mobilității perfecte a capitalului, ratele interne de economisire și de investiții sunt foarte corelate, ceea ce face ca raporturile interne de economisire și de dezvoltare financiară națională să fie niște factori foarte relevanți pentru creșterea economică. Literatura financiară empirică este bogată de exemple de succes, dar și de experiențe mai puțin pozitive, legate de dezvoltarea sistemelor financiare naționale.

Concluzia generală, pe care o putem deduce, din lucrările de specialitate, este că nu există un singur model de succes, deși lecții utile pot fi evidențiate din experiențele altor țări.

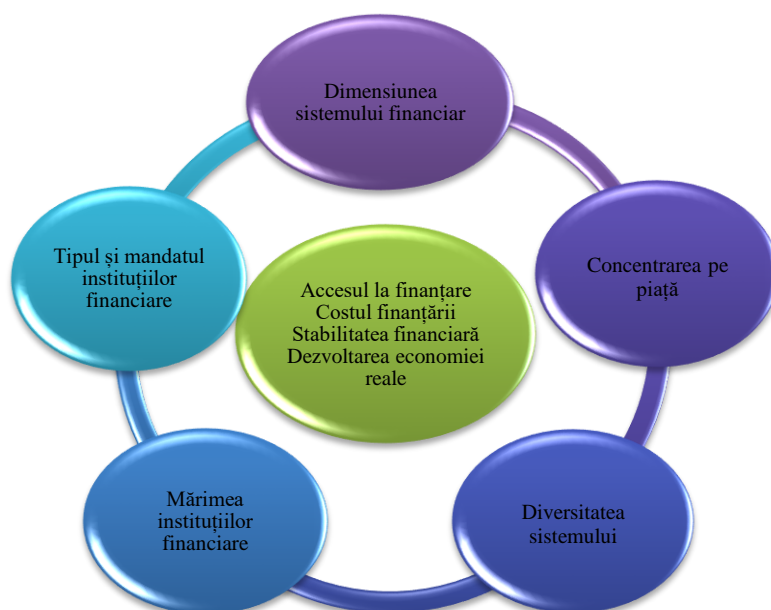
Dacă privim sistemul financiar din perspectiva eficienței lui, atunci criteriile de eficiență a sistemului financiar se referă la capacitatea sistemului financiar de a îndeplini funcțiile sale într-un mod rentabil, adică să permită alocarea resurselor și utilizarea lor în cel mai productiv mod.

Prin conectarea celor care investesc cu cei care economisesc, băncile joacă un rol crucial în alocarea resurselor, în diversificarea riscurilor și reducerea fricțiunilor informaționale pe piețele de credit. Accesul limitat la credite împiedică investițiile în capitalul uman și fizic și în inovații. În afară de creștere economică pe termen lung, dovezile empirice arată, de asemenea, că accesul la finanțare joacă un rol important în formarea diferențelor economice dintre indivizi (Čihák, et al., 2013). De fapt, un sistem financiar, care canalizează într-o manieră eficientă resursele disponibile pentru utilizare productivă, este un mecanism puternic pentru creșterea economică (Levine, 2005). Mai mult decât atât, un sistem financiar, care funcționează bine, de obicei, reduce diferența dintre nivelul cel superior și inferior al distribuției veniturilor în țările în curs de dezvoltare și cele cu economii emergente (Beck, 2008).

De aici, rezultă că dezvoltarea financiară se datorează și caracteristicilor sistemului financiar. Printre caracteristicile sistemului financiar, putem evidenția următoarele: dimensiunea sistemului financiar; tipul și mandatul instituțiilor financiare; mărimea instituțiilor financiare; concentrarea pe piață; diversitatea sistemului financiar. Printre rezultatele sistemului financiar, pot fi numite: accesul la finanțare; costul finanțării; stabilitatea financiară; dezvoltarea economiei reale. Caracteristicile și rezultatele sistemului financiar sunt prezentate în figura de mai jos.

Sistemele financiare mai dezvoltate cuantifică, regroupează și negociază toate riscurile legate de tranzacții, îi incită pe acei care economisesc pentru a investi și le oferă o compensație în funcție de amploarea riscurilor implicate. Instituțiile financiare dintr-o țară sunt principalele circuite de intermediere între economii și investiții. Atunci când acestea sunt eficiente, intermediarii permit mobilizarea economiilor, provenind din variate surse, pentru a le implica în utilizări mai productive, care aduc beneficii nu numai beneficiarilor de investiții, dar și economiei în întregime.





**Figura 3.1. Caracteristicile și rezultatele sistemului financiar**

*Sursa: elaborat de autor*

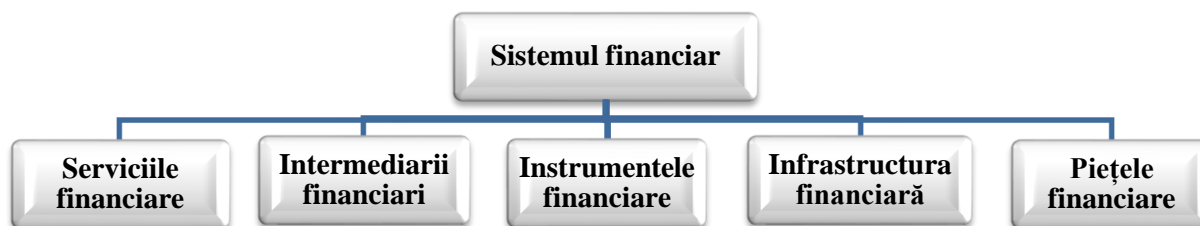
Dificultățile legate de link-urile instrumentelor financiare cu anumite instituții, diversificarea lor și complexitatea relațiilor, indică caracterul sistemic al sectorului financiar. Abordarea sistemică descrie și analizează sistemul financiar din punctul de vedere al interdependenței dintre elementele sale și impactul pe care aceste interdependențe îl au asupra performanței întregului sistem. Termenul “sistem financiar” sugerează mai mult decât un număr de elemente care interacționează efectiv și mărește valoarea reciprocă (Schmidt and Tyrell, 2003).

Din perspectivă sistemică, un sistem financiar este un set ordonat de elemente și subsisteme complementare și coerente. Elementele unui sistem se numesc complementare (reciproce) în cazul în care „beneficiile” cresc reciproc și dezavantajele sau „costurile” acestora se reduc reciproc. Un sistem este numit consecvent, dacă elementele sale complementare permit sistemului să atingă un optim local, format din configurații clar distincte ale valorilor elementelor. Sistemele financiare sunt formate pe baza elementelor complementare și nu există numai un tip eficient de sisteme financiare, cum ar fi bazate pe bancă sau bazate pe piața de capital. Complementaritatea înseamnă că beneficiile economice se maximizează, dacă elementele sistemului financiar se combină efectiv. Această multiplicare a valorii potențiale se realizează prin coerența sistemului, atunci când un element funcționează și depinde de celelalte elemente ale sistemului.

Astfel, din perspectiva teoriei sistemelor complexe, sistemul financiar este format din următoarele elemente interdependente:

- piețele financiare, și anume aranjamentele și convențiile instituționale, care există pentru emiterea și tranzacționarea instrumentelor financiare;
- intermediarii financiari, care intermediază procesul de creditare. Ei se interpun între creditori și debitori și obțin profit pentru intermediere;

- instrumentele financiare (sau activele), create sau emise de către debitorii finali și intermediarii financiari, pentru a satisface cerințele financiare ale diferiților participanți. Aceste instrumente pot fi comercializabile sau necomercializabile;
- serviciile financiare, furnizate de industria financiară, care cuprinde o gamă largă de companii care administrează banii;
- infrastructura financiară, care reprezintă setul de instituții ce permite funcționarea eficientă a intermediarilor financiari.



**Figura 3.2. Elementele sistemului financiar**

**Sursa:** *elaborat de autor*

O problemă importantă în studiul sistemelor complexe o reprezintă proprietatea lor de stabilitate. Un sistem financiar poate fi considerat consolidat, dacă este capabil în mod eficient să atragă și să plaseze fonduri bănești în economie, dacă asigură gestiunea riscurilor financiare, absoarbe șocurile economice negative și dacă funcționează fără semne de instabilitate financiară (Schinasi, 2005).

Pentru a înțelege mai bine funcționarea sistemelor financiare naționale, trebuie să înțelegem factorii care-l influențează. Evaluarea factorilor, care au un impact asupra sistemelor financiare naționale, presupune mai multe aspecte. Pe de o parte ei pot fi abordați în calitate de instrument analitic, de exemplu, pentru a prognoza parametrii dezvoltării sectorului intermediar într-o țară, în funcție de caracteristicile sale. O altă posibilă tratare sugerează nu o viziune “descriptivă”, ci una “normativă” a problemei. În acest caz, provocarea este de a identifica acei factori care pot fi influențați prin măsuri de politică economică și, prin urmare, pot fi utilizați pentru a accelera dezvoltarea financiară.

În plus, se pot studia factorii globali, care explică starea sectorului intermediar în economiile de piață sau se poate să se concentreze asupra caracteristicilor specifice ale economiilor emergente, care determină decalajul lor de dezvoltare financiară de țările dezvoltate. Toți factorii pot fi împărțiți în mai multe grupuri în funcție de natura lor. Există mai mulți factori care afectează dezvoltarea financiară. Primii care au fost identificați în literatura economică au fost factorii macroeconomici, cum ar fi inflația, PIB-ul pe cap de locuitor și rata de economisire. **John Boyd**,

**Ross Levine** și **Bruce Smith** au identificat dovezi empirice, potrivit cărora, la rate scăzute până la moderate ale inflației, creșterile inflației împiedică dezvoltarea financiară, reducând valoarea finanțării către sectorul privat (Boyd, et al., 2000). **Mohsin Khan, Abdelhak Senhadji** și **Bruce Smith** înregistrează același rezultat prin adăugarea unui nivel pentru inflație, sub care este îngreunată și dezvoltarea financiară. Mai exact, ei arată că inflația sub 3% și peste 6% este în detrimentul aprofundării financiare (Khan, et al., 2001). În ceea ce privește averea, **Dwight Jaffee** și **Mark Levonian** obțin dovezi empirice potrivit cărora atât PIB pe cap de locuitor, cât și economiile sunt semnificative pentru a explica dezvoltarea financiară (Jaffee and Levonian, 2001). Mai recent, factorii instituționali au fost calificați drept cheia dezvoltării financiare, un rol aparte atribuindu-se sistemului juridic și de reglementare. **Thorsten Beck, Ross Levine** și **Norman V. Loayza** afirmă că țările cu sisteme juridice favorabile creditorilor au o funcționare mai bună a intermediarilor financiari (Levine, et al., 1999). În același sens, **Bernard Black** prezintă argumente că protecția investitorilor este esențială pentru dezvoltarea pieței valorilor mobiliare (Black, 2000).

Cea mai universală categorie, care joacă un rol decisiv în modelarea sistemului financiar este constituită din condiții instituționale. Rolul acestor condiții este mare pentru toate categoriile de țări, indiferent de arhitectura specifică a sistemului financiar național. Principalul factor fundamental instituțional, care determină condițiile pentru dezvoltarea sectorului financiar este nivelul de protecție a drepturilor investitorilor. Studiile empirice arată, că într-o mare măsură, starea sistemului financiar este predeterminată de tipul deja stabilit istoric al sistemului judiciar și juridic (cele mai bune condiții sunt create de sisteme bazate pe principiile dreptului anglo-saxon). Nu mai puțin importantă este și eficiența aplicării legii, capacitatea unui acționar sau a unui debitor de a-și proteja drepturile. O componentă importantă a mediului instituțional este calitatea guvernantei corporative în țară: gradul de control al proprietarilor asupra managementului companiilor, gradul de luare în considerare a intereselor acționarilor minoritari, atunci când se iau decizii care le afectează interesele etc.

Abordările convenționale pentru analiza sistemului financiar dau o reprezentare mai complexă a naturii și a mecanismelor sistemului. Cele mai populare concepte teoretice ne arată că punctele de vedere aparent diferite se completează reciproc prin reprezentarea complexă a sistemului. În gândirea științifică, funcțiile elementelor economice-cheie acționează ca un pas popular spre o explicație mai profundă a naturii elementelor.

*Abordarea funcțională* a caracteristicilor sistemului financiar presupune integritatea entităților economice, implicate în distribuția pe surse monetare.

Abordările funcționale și de intermediere subliniază direcția generală de acțiune a intermediarilor financiari pentru o mai bună alocare a resurselor, pentru crearea și finanțarea mai lungă a activelor, acestea contribuind mai mult la producție și la creșterea economică.

*Abordarea instituțională.* Un alt flux convențional de gândire economică despre sistemul financiar este abordarea instituțională, care subliniază nu ceea ce fac participanții, dar cine exercită redistribuirea surselor financiare. Abordarea oferă o determinare clară a responsabilității lor cheie și a drepturilor agenților economici, desemnați pentru funcțiile specifice și se axează pe tipurile de intermediari financiari, cum ar fi băncile comerciale și de investiții, fondurile de pensii și de investiții, companiile de asigurări, *shadow banks* sau conglomeratele industriale. Comparând subsectoarele sistemului financiar, cercetătorii analizează cauzele reușitelor și ale eșecurilor, cum ar fi: gradul de centralizare sau concurență, transparența și protecția investitorilor, deschiderea către instituțiile financiare străine sau promovarea celor naționale. O abordare larg acceptată a comparațiilor intersectoriale pune accentul pe țările cu dominație polară în diverse instituții, cum ar fi modelul dominant al băncilor germane și modelul de piață dominant în Statele Unite. În plus, cercetătorii pot compara astfel de cazuri: Rusia cu dominația băncilor comerciale de stat, China cu un sector bancar de umbră, Mexic cu bănci mici și dominația investitorilor străini.

Abordarea instituțională evidențiază tipurile dominante de instituții financiare și mulți alți actori mai puțin vizibili. Jacobsson și Crockett au extins abordarea instituțională prin componente mai largi. Primul component al sistemului este sectorul financiar, setul de intermediari financiari (bănci, companii de asigurare, fonduri de pensii). Al doilea component este compus din piețele în care sunt schimbate creanțe (capitalul propriu și garanții cu dobândă fixă, valute, derivate contracte). Al treilea component asigură certitudinea contractuală (dreptul financiar, justiția, aplicarea legii, autoritățile de reglementare și supraveghere a sectorului). Al patrulea include eliberarea și verificarea informațiilor financiare (ratinguri de credit, contabilitate, audit și analiză financiară) (Jacobsson and Crockett, 2011). În continuare, ei consideră că există multe dovezi contra și pro dominația gigantilor financiari, privind instituțiile financiare ca un set de multe organizații mijlocii, diversificate și specializate. Criza ipotecară subprime din 2008 și prăbușirea mai multor giganti financiari, programe generoase de finanțare, finanțate de stat și expresia “*too big, to fail*” subliniază rolul gigantilor în abordarea instituțională. Fiecare sistem de finanțare a țărilor este format nu numai din mai mulți giganti de vârf, ci și din sute și mii de organizații financiare recunoscute, concurență și diversitate care stimulează progresul și o mai bună redistribuire.

*Abordarea instrumentelor financiare.* Creșterea complexității sistemelor financiare și a concurenței stimulează fuziunile și achizițiile, construind conglomerate financiare. Acestea oferă o gamă largă de servicii financiare, produse și instrumente dintr-un grup, o marcă, un lanț de birouri și o platformă informatică, beneficiind de efectul de scară și de vânzările încrucișate. Băncile comerciale clasice au început să ofere servicii de intermediere în emisiunea de valori mobiliare, în timp ce băncile de investiții oferă asigurări. Astfel, abordarea instituțională,

cunoscută anterior, nu reușește să clarifice rolurile conglomeratelor financiare. Economiiștii menționează titlurile de valoare în locul băncilor de investiții, împrumuturile bancare în loc de băncile comerciale, gestionarea financiară a întreprinderilor și veniturile reținute în locul oricărei intermediari. Pe baza abordării specifice a instrumentelor, toate formele de finanțare a creditelor sau a datoriilor au fost subliniate ca principalul motor artificial și modern al investițiilor și al activității economice. Importanța abordării instrumentelor financiare este evidențiată de inovațiile financiare.

*Abordarea sistemică.* Oamenii de știință și, în special, filosofi cunosc importanța abordării scolastice, care simplifică toate cunoștințele existente, păstrează supraîncărcarea informațiilor și lărgeste mințile umane pentru idei noi. Tendința de simplitate, de exemplu, este împărtășită de **Klaas Knot**, președintele DE Nederlandsche Bank, care a subliniat că sectorul financiar poate fi considerat unul dintre cele mai complexe zone din lumea de astăzi. O afacere clară și simplă va contribui la reducerea complexității. Băncile trebuie să se concentreze din nou pe transformarea maturității și creditarea economiei reale (Knot, 2013). Potrivit lui Andrew Haldane, activitatea bancară și reglementarea financiară trebuie simplificate dacă nu se dorește o altă criză (Haldane, 2012).

În continuare, ne vom axa mai mult pe analiza sistemelor financiare, din perspectiva abordărilor instituționale și sistemice. Și aceasta, deoarece cu trecerea timpului, sectoarele financiare au evoluat, iar sistemele financiare moderne au căpătat multe fațete. Cât privește, instituțiile financiare, în timp ce băncile sunt, de obicei, cele mai mari și cele mai importante instituții financiare, în prezent și multe alte tipuri de instituții financiare nebancare (băncile de investiții, companiile de asigurări, fondurile mutuale, fondurile de pensii, firmele cu capital de risc) au început să joace roluri importante. În mod similar, piețele financiare au evoluat, la niveluri care permit persoanelor fizice și juridice să-și diversifice economiile și să obțină bani prin intermediul acțiunilor, al obligațiunilor și al valurilor. Corelația unor astfel de instituții și piețe financiare facilitează furnizarea de servicii financiare. La rândul lor, eficiența și accesul la aceste servicii financiare ajută la modelarea nivelului și a ratei de creștere a prosperității economice.

Un sistem financiar eficient, care contribuie, în același timp, la creșterea economică sustenabilă și la dezvoltarea economică este dependent de mediul economic mai larg - nu în ultimul rând, de mediul macroeconomic și fiscal. Caracteristica cea mai distinctă a analizei structurii financiare și a evaluării dezvoltării este concentrarea asupra utilizatorilor serviciilor financiare și asupra eficienței sistemului în satisfacerea nevoilor utilizatorilor. Reformele politice, aflate în beneficiul utilizatorilor și care promovează dezvoltarea financiară, sunt, în general, favorizate în astfel de analize și evaluări. Cadrul de evaluare este ghidat de prezumția care se bazează pe un număr considerabil de dovezi empirice, precum că un sistem financiar eficient este cel mai bine

asigurat de furnizorii de servicii financiare orientați către piață, rolul principal al guvernului fiind acela de a servi ca regulator și ca furnizor de infrastructură financiară solidă. Prin urmare, instituirea unui furnizor de servicii financiare de stat, nu este considerată cea mai bună soluție. În schimb, rolul și eficacitatea furnizorilor de servicii financiare sunt evaluate indiferent, dacă acestea sunt deținute de stat sau nu. Evaluarea are două etape: colectarea de informații și raportarea analitică.

Dezvoltarea financiară se articulează în principal, în jurul a trei axe:

1. *Extinderea zonelor de intermediere financiară*, definită de numărul de categorii de capital ce constituie obiectul tranzacțiilor financiare: aceasta variază de la datoria publică până la finanțarea celor mai riscante inovații.

2. *Aprofundarea financiară*, definită pentru fiecare domeniu de aplicare a instrumentelor utilizate, începând cu datoriile bancare pe termen scurt până la activele contingente (derivate) sofisticate.

3. A treia axa de dezvoltare financiară este definită în funcție *de tipul de agenți economici implicați*. Un nomenclator ar putea include: a) Banca Centrală; b) Statul; c) întreprinderi (inclusiv IMM-uri); d) gospodăriile casnice (inclusiv cele mai defavorizate); e) băncile; f) alte instituții financiare; g) investitorii străini.

Recunoașterea faptului că stabilitatea macrofinanciară este strâns legată de dezvoltarea sistemelor financiare a condus la interesul manifestat de comunitatea internațională în abordarea acestor probleme. Astfel, aprofundarea financiară și stabilitatea macro-economică au fost identificate de către FMI ca domenii prioritare, fapt reflectat în The IMF's Financial Surveillance Strategy.

*Aprofundarea financiară* este un proces multidimensional, prin care instituțiile și piețele financiare oferă o gamă largă de servicii și instrumente care permit: schimbul eficient de bunuri și servicii; decizii raționale privind economiile și investițiile, inclusiv la scadențe lungi; crearea de către sectorul financiar a unei game largi de active în scopul partajării riscurilor (acoperire sau diversificare). Acest lucru este de interes deosebit pentru țările în dezvoltare, deoarece acestea sunt mai vulnerabile la șocuri externe, precum fluctuațiile bruște ale prețurilor materiilor prime și fluctuații în finanțarea externă. Marjă de acțiune pentru această categorie de țări este limitată pentru politici și instrumente de atenuare a volatilităților macroeconomice, care adesea se traduc în creșteri majore de cheltuieli pentru asigurările sociale.

Sistemele financiare, în aceste țări, sunt incomplete, înclinate spre lipsa sau insuficiența concurenței, ineficiente și se caracterizează prin tranzacții cu costuri relativ ridicate. Lipsa de profunzime a sistemelor financiare, pe de o parte, face mai dificilă diversificarea riscului, iar pe de altă parte, condiționează o reglementare și o supraveghere mai costisitoare. Ca rezultat, aceste

țări nu sunt în măsură să exploateze pe deplin *economiile de scară* în procesul prestării serviciilor financiare.

Dezvoltarea financiară permite investiții mai mari și alocări de capital mai productive, care conduc la o creștere mai mare a veniturilor. Serviciile financiare mai variate și accesibile, de asemenea, susțin creșterea economică, reducerea sărăciei și a inegalității. În același timp, servicii mai bune, mai ieftine pentru economisirea de bani și realizarea plăților permit firmelor și gospodăriilor de a evita costurile legate de tranzacțiile în numerar, reduc costurile de transferare a fondurilor și oferă posibilitatea de a acumula active și venituri bune.

În același timp trebuie de remarcat că sistemele financiare în țările în curs de dezvoltare au crescut, au devenit mai incluzive în ultimele două decenii, pe alocuri încă rămânând relativ mici și nediversificate.

Relevanța critică a profunzimii sistemelor financiare pentru stabilitatea macro-financiară și creșterea sustenabilă a provocat extinderea acoperirii acestor probleme și în supravegherea sectorului financiar din Republica Moldova.

Pentru ca sistemele financiare să genereze creșteri puternice și durabile, inclusiv prin capacitatea mai mare de a rezista la șocuri, e necesară depășirea viziunii înguste asupra sustenabilității și solvabilității sistemului bancar.

Măsurile evidențiate pentru a spori, pe de o parte, supravegherea sectorului financiar, iar pe de altă parte, de a mări aprofundarea financiară sunt:

1. Inventarierea atentă a modului în care sistemul financiar al țării se află pe diferite dimensiuni (profunzimea, diversitatea, accesul, gradul de interconectare, eficiența operațională, și supravegherea);
2. Benchmarking-ul, care ar putea fi folosit pentru a discerne modul în care sistemul financiar al țării se află în relație cu sistemele financiare comparabile (pot fi întreprinse analize diagnostic pentru a identifica serviciile financiare, segmentele sau instrumentele financiare subdezvoltate).

O mai bună integrare a surselor de date existente, încurajarea colectării mai multor date și informații calitative, punerea lor la dispoziție în scopul supravegherii sistemului financiar sunt pași extrem de importanți.

Datele și informațiile la nivel micro și macro, dar și cele referitoare la sistemul financiar ar trebui să fie disponibile pentru a promova transparența. În acest sens, se impune:

- colectarea și diseminarea de seturi de date statistice și indicatori cuprinzători, relevanți, actualizați și comparabili la nivel internațional pentru întregul sistem financiar;
- colectarea și difuzarea în timp util a informațiilor complete cu privire la produse, servicii, tranzacții, instituții, sisteme și piețe legate de sistemul financiar.

Pentru a realiza cele expuse mai sus e necesar de a transcende dincolo de indicatorii clasici de stabilitate financiară, pentru a examina și înțelege:

- gama de furnizori, piețele și produsele disponibile pentru diversificarea bazei de finanțare;
- profunzimea și lichiditatea diferitelor segmente ale sistemului financiar, capacitatea lor de a absorbi șocurile;
- eficiența cu care funcționează instituțiile și piețele financiare;
- accesibilitatea sistemului financiar și utilizarea serviciilor financiare de către gospodării și întreprinderi;
- gradul de interdependență financiară și domeniul de aplicare (diapazonul) pentru politica macroprudențială.

Abordarea cea mai simplă pentru evaluarea progresului unei țări în dezvoltarea sistemului financiar este de a etalona sistemul său financiar față de media țărilor similare sau media pe regiune. În acest sens, cadrul oferit de frontiera posibilităților financiare și exercițiul de etalonare structurală (structural benchmarking exercise) ar putea constitui un instrument util pentru evaluarea domeniilor potențiale de facilitare a dezvoltării financiare durabile.

Prin urmare, pentru realizarea unui benchmarking este nevoie de a identifica atributele unui sistem financiar, care funcționează bine, luând în considerare stadiul de dezvoltare al economiilor naționale, dar și alți factori relevanți pentru fiecare țară. În acest sens, ar trebui să se specifice: funcțiile și sfera activităților unui sistem financiar, care funcționează bine; legăturile macroeconomice și internaționale anticipate; rezultatele scontate; fondurile de suport.

Aceste atribute ar trebui să aibă suficientă precizie, pentru a permite o înțelegere a naturii sistemului financiar și pentru a distinge clar activitățile sale de alte activități economice (OECD 2010).

Globalizarea financiară s-a intensificat puternic în ultimele două decenii și s-a extins spre țările cu venituri medii și mici. În același timp, utilitatea integrării financiare (deschiderea piețelor la fluxurile financiare și la schimburile în domeniul serviciilor financiare) în literatură de specialitate este contestată mai mult decât cea a globalizării piețelor de bunuri și servicii. Acest lucru se datorează, în principal, faptului că interconexiunile internaționale pot amplifica expunerea la crizele financiare. Accelerarea creșterii economice bazată pe capitaluri străine și o mai bună alocare a resurselor se opune, astfel, expunerii crescute la aceste fluxuri de capital ale căror volatilități, sunt importante.

Raționamentul invers, conform căruia sistemele financiare slab integrate și slab dezvoltate ar fi mult mai stabile, nu poate fi considerat integral corect. Într-adevăr, sectoarele financiare slab dezvoltate pot prezenta un risc mai mic pentru stabilitate atât la nivel național, cât și la nivel internațional. Pe de altă parte, piețele mai puțin lichide și insuficient de diversificate nu sunt



capabile de a propune o gamă variată de oferte gospodăriilor, întreprinderilor și statului pentru a-și acoperi necesitățile de finanțare.

Din evoluția recentă a economiei mondiale s-a conturat realitatea în care, lipsa de reglementare și supraveghere a piețelor financiare poate declanșa sau agrava o criză. Prin urmare, deschiderea și dezvoltarea sectoarelor financiare necesită o adaptare a cadrului de reglementare.

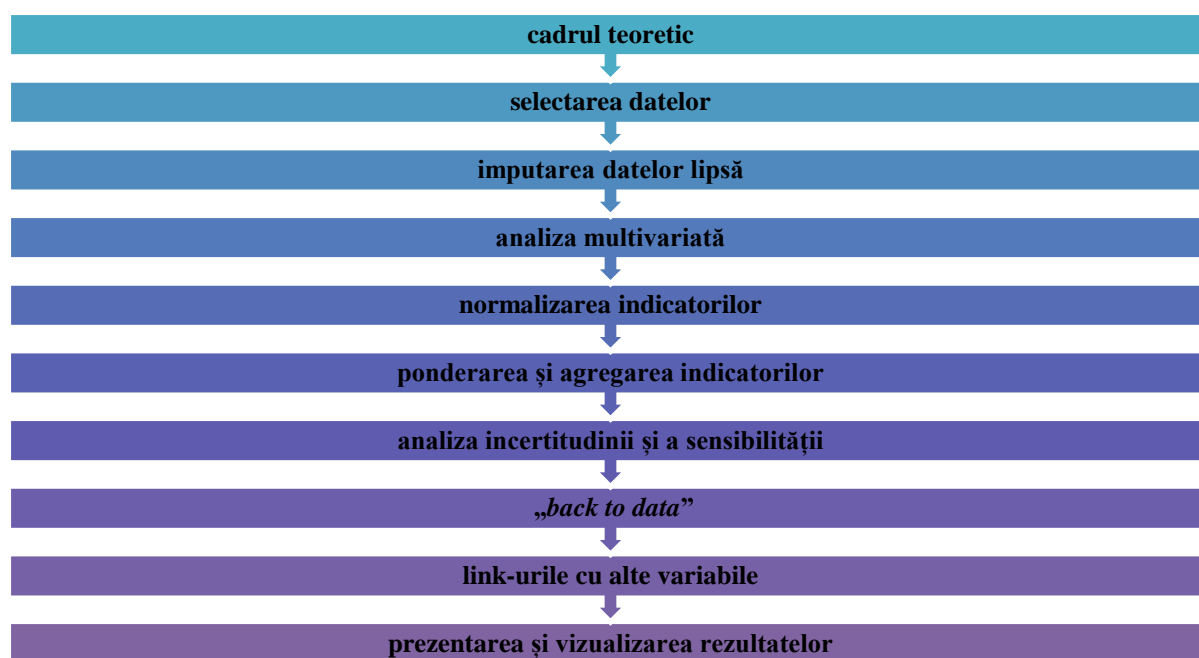
În lumea modernă, schimbările se petrec mult mai rapid, fenomen care are atât implicații negative, cât și pozitive. Drept urmare, economia mondială, ca o totalitate compusă din economiile naționale, entitățile nestatale și relațiile lor reciproce, a suferit modificări fundamentale. Un nou model al economiei mondiale a început să se contureze ca un sistem holistic, multistructural al instituțiilor naționale și transnaționale, care au devenit elemente integrante ale unei economii mondiale și ale spațiului monetar financiar. În acest context, cel mai important lucru este de a înțelege cum aceste schimbări au influențat dezvoltarea economiilor naționale. În prezent, nu există o definiție standard a dezvoltării și nicio paradigmă unică nu poate rezuma modul cel mai bun de a jongla cu obiectivele de dezvoltare, cu rolul statului și al piețelor, importanța economiei internaționale față de cea internă. După cum s-a relatat anterior, modelul de bază, care guvernează economia mondială, este așa numitul model *market-led*. La nivelul sistemelor financiare naționale același model influențează dezvoltarea economiilor naționale. Pentru a încerca să evaluăm sistemele financiare multidimensionale ne-am propus să elaborăm o metodologie, care să înglobeze aspectele cantitative și calitative ale acestora, dar și perspectivele dezvoltării lor.

Metodologia propusă începe cu o evaluare a faptelor care urmăresc evaluarea serviciilor financiare existente furnizate (și disponibile) economiei naționale, din punctul de vedere al gamei, scării, al sferei de acoperire a costurilor și al calității. O astfel de evaluare ar trebui să contribuie la identificarea ariilor cu performanță scăzută sistemică; ariile pot fi analizate în continuare, pentru a diagnostica eficient cauzele subperformanței față de obiectivele realiste. Într-o anumită măsură, benchmarking-ul poate fi cuantificat, dar, în practică, cuantificarea ar trebui să fie completată cu informații calitative și detaliate. Întrebarea care poate apărea: în cazul în care calitatea sau cantitatea sunt insuficiente, ce a cauzat acest deficit? Deficiențele vor fi, adesea, atribuite unei game largi de factori structurali, instituționali și politici.

Din cele relatate anterior, se evidențiază faptul că dezvoltarea financiară este un concept cu multe fațete. Pentru a surprinde complexitatea subtilă a dezvoltării financiare e nevoie să ne concentrăm pe mai multe aspecte ale acesteia. Astfel nu este suficient să acordăm atenție doar dimensiunii și activității industriei financiare, trebuie să analizăm aspectele de calitate ale dezvoltării financiare, precum performanța costurilor, profunzimea și eficiența pieței (Iftekhar, et al., 2009). În acest sens, pentru evaluarea unor procese multidimensionale în domeniul economic, este oportun de construit un indice care ar putea să înglobeze atât aspectele cantitative, cât și cele

calitative. Un indice compozit se formează prin compilarea indicatorilor individuali într-un singur indice pe baza unui model. Indicele compus ar trebui să măsoare, în mod ideal, concepte multidimensionale, care nu pot fi înglobate de un singur indicator, de ex. competitivitate, industrializare, durabilitate, dezvoltare.

Dezvoltarea financiară, în mare parte, este măsurată prin profunzimea financiară, care din punctul nostru de vedere redă doar aspectul cantitativ al acesteia. În literatura de specialitate, există mai multe lucrări în care au fost elaborați indici ai dezvoltării financiare (Čihák, et al., 2013), (Svirydzenka, 2016), (Ito and Kawai, 2018). Noi ne-am propus să construim un indice compozit, care să integreze nu numai aspectele cantitative, dar și cele calitative și instituționale ale dezvoltării sistemelor financiare naționale și, care, în continuare ar putea să indice perspectivele dezvoltării sistemelor financiare. Reieșind din aceste considerente indicele compozit construit a fost numit indicele perspectivei financiare (*financial perspective index* (FPI)).



**Figura 3.3. Etapele construirii indicilor compuși**

Sursa: (OECD, 2008)

Potrivit ghidului OECD, un indice compozit sau un indice sintetic este o combinație a tuturor dimensiunilor, a obiectivelor, a indicatorilor individuali și a variabilelor utilizate, un indice compozit sau un indice sintetic este o combinație a tuturor dimensiunilor, obiectivelor, a indicatorilor individuali și variabilelor utilizate (OECD, 2008). De fapt, definiția formală a unui indice compus este ansamblul de proprietăți care stau la baza convenției sale de agregare.

Procesul construirii indicilor compuși parcurge mai multe etape, care sunt prezentate în fig.3.3. Astfel, pentru evaluarea perspectivei dezvoltării sistemelor financiare naționale vom construi un indice compus, după tehnica propusă de OECD.

### 3.2. Evaluarea perspectivei dezvoltării sistemelor financiare naționale

Construirea indicelui compozit al perspectivei financiare trebuie să demareze cu definirea indicatorului. Definiția ar trebui să ofere un sens clar a ceea ce se măsoară prin indicele compus. Astfel, FPI trebuie să se refere la cadrul teoretic, legând diverse subgrupuri de indicatori de bază. Selectarea indicatorilor cu ponderile individuale reflectă importanța lor relativă și dimensiunile compozitului general. În acest context, este important de menționat că procesul construirii FPI trebuie să se bazeze pe ceea ce este de dorit să se măsoare și nu pe ce indicatori sunt disponibili.

Reieșind din cadrul teoretic, potrivit lui *Martin Čihák*, definirea dezvoltării financiare ca gradul în care sistemul financiar temperează imperfecțiunile pieței este totuși prea restrânsă și nu oferă prea multe informații cu privire la funcțiile reale, furnizate de către sistemul financiar economiei generale (Čihák, et al., 2013). De aceea, în literatura de specialitate, se discută definiții care dau o interpretare mai largă a conceptului de dezvoltare, care se concentrează pe funcțiile sistemului financiar (Levine, 2005), (Merton and Brodie, 1995).

Dintr-o viziune mai amplă, perspectiva sistemului financiar poate fi definit ca o îmbunătățire continuă a calității a cinci funcții financiare-cheie: (a) producerea și procesarea informațiilor despre posibile investiții și alocarea de capital pe baza acestor evaluări; (b) exercitarea guvernantei corporative după alocarea capitalului; (c) facilitarea tranzacționării, a diversificării și a gestionării riscurilor; (d) mobilizarea și combinarea economiilor; (e) facilitarea schimbului de bunuri, servicii și instrumente financiare. Iar instituțiile financiare și piețele din întreaga lume diferă semnificativ în faptul cât de bine oferă aceste servicii cheie.

În cazul nostru ne vom baza pe ideea că perspectiva dezvoltării financiare este un proces multidimensional și poate fi analizat din trei aspecte largi importante: dimensiunea cantitativă, dimensiunea calitativă și dimensiunea instituțională.

Pentru a cuantifica din punct de vedere cantitativ, perspectiva sistemului financiar, de regulă, se creează un subindice compus cu multiple variabile, care cuprinde dimensiunea și profunzimea diferitelor tipuri de piețe financiare. Prin intermediul unui alt subindice, care poate măsura calitatea dezvoltării financiare, se analizează eficiența și stabilitatea sistemului financiar. Și ultima fațetă al perspectivei dezvoltării financiare este dezvoltarea instituțională. Îmbinând aceste trei fațete ale dezvoltării financiare se va construi indicele perspectivei financiare. Pentru fiecare din aceste categorii trebuie creat un subindice, folosind o gamă largă de variabile. În continuare, este important să stabilim criteriile de selecție (intrare, ieșire sau proces) pentru variabilele pe care le vom utiliza. Reieșind din faptul că FPI este un indice compus, el poate include atât măsuri de intrare cât și de ieșire (de exemplu, rata provizioanelor în credite neperformante (*provisions to nonperforming loans*) (intrări) și numărul de ATMs la 100000 adulți (rezultate)).

Următoarea etapă în construirea indicelui compozit este selectarea variabilelor. În mod ideal, variabilele ar trebui să fie selectate pe baza relevanței, a solidității analitice, a actualității, a accesibilității etc. Totodată, lipsa datelor relevante poate să limiteze posibilitatea de a construi un indice compozit solid. Variabilele din subindicii compoziți și sursele lor sunt prezentate în tabelele A.1, A.2, A.3, Anexe.

Tablelul A.1, descrie subindicele cantitativ, construit din 14 indicatori, incluși în compartimentul acces și profunzime. În tabelul A.2, sunt prezentați 11 indicatorii din compartimentele eficiență și stabilitate, care formează subindicele calitativ. Variabilele subindicelui infrastructurii financiare, sunt prezentate în tabelul A.3 și cuprinde 9 indicatori din următoarele compartimente: guvernanta la nivel național; politica de reglementare; infrastructura de lichiditate; infrastructura informațională și transparența; arhitectura de protecție a consumatorilor; structura și cultura sistemului financiar.

A treia etapă de construire a indicelui compozit este una extrem de importantă: imputarea datelor lipsă. Această etapă este necesară pentru a furniza un set de date complete, de regulă, prin intermediul imputării unice sau multiple. În astfel de situații, există trei metode generale pentru tratarea datelor lipsă: ștergerea cazurilor; imputarea unică; imputarea multiplă. În procesul elaborării FPI, în cazul absenței datelor lipsă am utilizat în mare parte, imputarea unică.

În continuare, în a patra etapă, trebuie să fie realizată o analiză multivariată. Natura bazei de date trebuie analizată cu atenție înainte de construirea unui indice compozit. Această etapă, ca și cele anterioare, este una preliminară, utilă în procesul evaluării adecvării setului de date și poate oferi o percepere asupra implicațiilor alegerilor metodologice, în faza de construcție a indicatorului compozit. În procesul elaborării indicelui compozit al perspectivei financiare, în cazul nostru informațiile au fost grupate și analizate pe două dimensiuni ale setului de date: indicatori individuali și țări. Totodată, au fost aplicate metode alternative, care combină analiza clusterului și căutarea unei reprezentări de dimensiuni reduse, care se concentrează pe scalarea multidimensională (multi-dimensional scaling). Apoi s-au identificat subgrupuri de indicatori sau grupuri de țări „similare” statistic. La finele acestei etape, s-a realizat documentarea rezultatelor analizei multivariate prin cadrul teoretic din prima etapă.

A cincea etapă - normalizarea - se realizează înaintea oricărei agregări de date, deoarece indicatorii au diferite unități de măsură. Această procedură constă în selectarea metodei de normalizare, reieșind din proprietățile datelor. În cazul nostru, normalizarea a fost efectuată prin intermediul metodei Min-Max. Aceeași metodă a fost utilizată la normalizarea indicatorului infrastructurii financiare IFI, care totodată este un subindice al FPI.

Indicele FPI reprezintă clasamentele în quintile dintr-o medie simplă de indicatori ale subindicilor FPI și variază la scara de la 1 la 10.

Pentru a compila indicele general al FPI, indicatori descriși în subindici sunt reduși la o scară comună. Acest lucru este necesar, deoarece indicatorii individuali au intervale diferite și astfel nu pot fi direct comparabili. Indicele mediu al subindicilor perspectivei financiare este calculat ca o medie aritmetică simplă.

Toate componentele trebuie redimensionate, pentru a permite o greutate egală a fiecărui component, iar valorile lor trebuie recalculate pentru a fi cuprinse între 0 și 10. Pentru aceasta vom utiliza formula:

$$V_{ic1} = \frac{V_{ic0} - \min_i}{\max_i - \min_i} \times 10 \quad (3.1)$$

unde:

$V_{ic1}$  - valoarea recalculată a indicatorului  $i$  pentru țara  $c$ ;

$V_{ic0}$  - valoarea inițială a indicatorului  $i$  pentru țara  $c$ ;

$\min_i$  - cea mai mică valoare posibilă a indicatorului

$\max_i$  - cea mai mare valoare posibilă a indicatorului  $i$ .

În cazul, în care o valoare mai mare indică o performanță mai slabă, normalizarea se realizează prin intermediul formulei 2.

$$V_{ic1} = 1 - \frac{V_{ic0} - \min_i}{\max_i - \min_i} \times 10 \quad (3.2)$$

Indicele  $V_{ic}$  respectiv, este compus din: 14 indicatori ai subindicii cantitativ ( $quant\_subind$ ), 11 indicatori ai subindicii calitativ ( $qual\_subind$ ) și 9 indicatori ai subindicii infrastructurii financiare ( $IFI\_subind$ ), descriși în tabelele A.1, A.2 și A.3. După ce toți indicatorii se reduc la o scară totală (între 0 și 10) se calculează subindicii perspectivei financiare după formulele 3,4,5

$$quant\_subind = \frac{\sum_{i=1}^{14} V_{ic1}}{14} \quad (3.3)$$

$$qual\_subind = \frac{\sum_{i=1}^{11} V_{ic1}}{11} \quad (3.4)$$

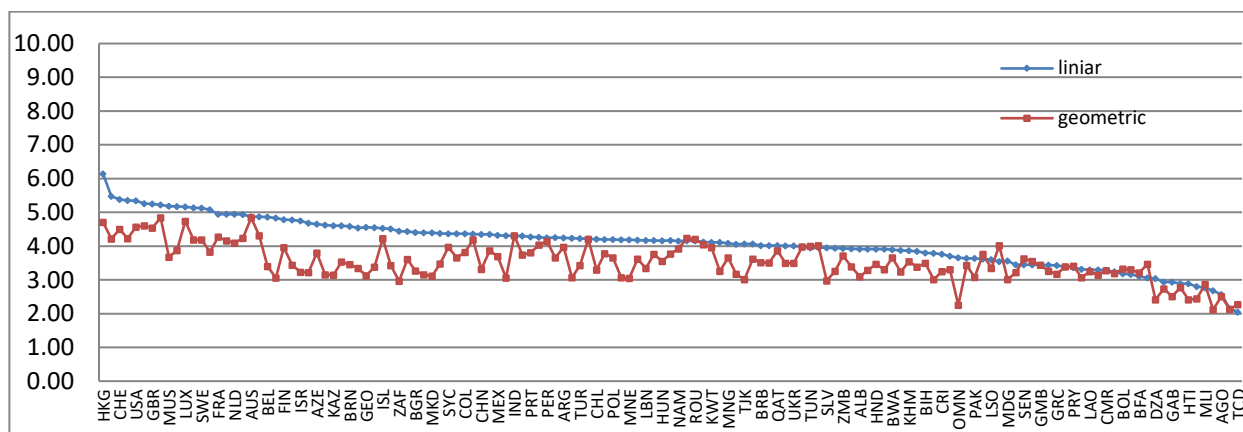
$$IFI = \frac{\sum_{i=1}^9 V_{ic1}}{9} \quad (3.5)$$

FPI este determinat ca media celor trei subindici, având o greutate egală:

$$FPI_c = \frac{\sum_{i=1}^3 V_{ic1}}{3} \quad (3.6)$$

unde  $FPI_c$  - indicele de infrastructură financiară pentru țara  $c$ .

Următoarea etapă este ponderarea și agregarea. În situația indicelui, pe care ne-am propus să-l calculăm, a fost aplicată ponderarea egală, adică tuturor variabilelor, li s-a atribuit aceeași pondere. Trebuie să menționăm că ponderarea egală nu înseamnă „fără greutate”, ci implică faptul că greutățile sunt egale. Din punctual nostru de vedere, agregarea liniară este cea mai potrivită metodă, dar și ușoară atât în implementare cât și interpretare.



**Figura 3.4. Metoda de agregare liniară vis-a-vis de cea geometrică, FPI 2019**

Sursa: date ale analizei.

În cazul agregării liniare, contribuția modificărilor fiecărui indicator la modificările indicelui compozit constituie greutatea sa. Cu alte cuvinte, o funcție de agregare aditivă permite evaluarea contribuției marginale separat pentru fiecare variabilă. În cazul agregării geometrice interpretarea valorii indicelui compozit este mai complicată, deoarece valoarea acestuia depinde de evoluția unui număr relativ mare de indicatori. Totuși trebuie de menționat că în situația de evaluare comparativă, pentru țările cu scoruri mici este mai preferată agregarea liniară.

Cât privește ponderarea, literatura existentă oferă un număr mare de metode alternative de ponderare, toate având atât avantaje, cât și dezavantaje. Pentru gruparea indicatorilor individuali în funcție de gradul lor de corelație, cea mai oportună e utilizarea metodelor statistice: analiza componentelor principale (PCA) sau analiza factorilor (FA). În același timp trebuie de evidențiat că ponderile nu pot fi estimate în cazul, în care nu există nicio corelație între indicatori. În analiza noastră, noi am folosit PCA.

PCA este o procedură statistică; ea transformă, ortogonal, coordonatele inițiale  $n$  ale unui set de date într-un nou set de coordonate  $n$ , numite componente principale. Ca urmare a transformării, prima componentă principală are cea mai mare dispersie posibilă; fiecare componentă ulterioară are o dispersie maximă posibilă, în condiția ca acestea să fie ortogonale (adică, necorelate) componentelor precedente.

Ideea analizei PCA este de a lua în considerare cea mai mare variație posibilă în setul de indicatori, folosind cel mai mic număr posibil de factori. Prin urmare, indicele compozit nu mai

depinde de dimensiunea setului de date, ci, mai degrabă, se bazează pe dimensiunile „statistice” ale datelor. Astfel, pentru a împiedica o variabilă să influențeze excesiv componentele principale, e necesar să se standardizeze variabilele -  $x_s$  - încât să fie înregistrate mediile 0 și abateri unitare la începutul analizei.

Conform PCA, ponderarea intervine numai pentru a corecta informațiile suprapuse între doi sau mai mulți indicatori corelați și nu reprezintă o măsură a importanței teoretice a indicatorului asociat. Dacă nu se găsește o corelație între indicatori, atunci ponderile nu pot fi estimate cu această metodă. Primul pas al analizei este verificarea structurii de corelație a datelor.

**Tabelul 3.1. Corelația variabilelor a FPI**

Correlation matrix (Pearson):										
Variables	Acces	Detph	Efficiency	Stability	GNL	RP	LI	IIT	CPA	OCFS
Acces	<b>1</b>	<b>0.516</b>	<b>-0.247</b>	0.048	<b>0.549</b>	<b>0.645</b>	<b>0.407</b>	<b>0.608</b>	<b>0.544</b>	<b>0.434</b>
Detph	<b>0.516</b>	<b>1</b>	-0.083	<b>0.142</b>	<b>0.252</b>	<b>0.710</b>	<b>0.526</b>	<b>0.424</b>	<b>0.499</b>	<b>0.633</b>
Efficiency	<b>-0.247</b>	-0.083	<b>1</b>	<b>0.233</b>	<b>-0.156</b>	<b>-0.168</b>	-0.074	<b>-0.181</b>	<b>-0.116</b>	-0.065
Stability	0.048	<b>0.142</b>	<b>0.233</b>	<b>1</b>	0.043	<b>0.086</b>	<b>0.117</b>	-0.021	-0.044	<b>0.182</b>
GNL	<b>0.549</b>	<b>0.252</b>	<b>-0.156</b>	0.043	<b>1</b>	<b>0.458</b>	<b>0.254</b>	<b>0.372</b>	<b>0.625</b>	<b>0.285</b>
RP	<b>0.645</b>	<b>0.710</b>	<b>-0.168</b>	<b>0.086</b>	<b>0.458</b>	<b>1</b>	<b>0.689</b>	<b>0.609</b>	<b>0.652</b>	<b>0.748</b>
LI	<b>0.407</b>	<b>0.526</b>	-0.074	<b>0.117</b>	<b>0.254</b>	<b>0.689</b>	<b>1</b>	<b>0.564</b>	<b>0.454</b>	<b>0.757</b>
IIT	<b>0.608</b>	<b>0.424</b>	<b>-0.181</b>	-0.021	<b>0.372</b>	<b>0.609</b>	<b>0.564</b>	<b>1</b>	<b>0.567</b>	<b>0.516</b>
CPA	<b>0.544</b>	<b>0.499</b>	<b>-0.116</b>	-0.044	<b>0.625</b>	<b>0.652</b>	<b>0.454</b>	<b>0.567</b>	<b>1</b>	<b>0.451</b>
OCFS	<b>0.434</b>	<b>0.633</b>	-0.065	<b>0.182</b>	<b>0.285</b>	<b>0.748</b>	<b>0.757</b>	<b>0.516</b>	<b>0.451</b>	<b>1</b>

Values in bold are different from 0 with a significance level  $\alpha=0.05$

Sursa: date ale analizei.

Din matricea corelației componentelor FPI, putem observa că cea mai mare corelație se înregistrează între componentele LI (Infrastructura de lichiditate) și OCFS (Structura și cultura sistemului financiar), cu un coeficient de 0,757.

Al doilea pas constă în identificarea unui anumit număr de factori latenți (un număr mai mic decât numărul indicatorilor individuali) care reprezintă datele. Fiecare factor depinde de un set de coeficienți (loadings), iar fiecare coeficient măsoară corelația dintre indicatorul individual și factorul latent

În tabelul 3.2, sunt prezentate valorile proprii (eigenvalues) ale matricei de corelație a celor zece indicatori (valori standardizate), care compun FPI.

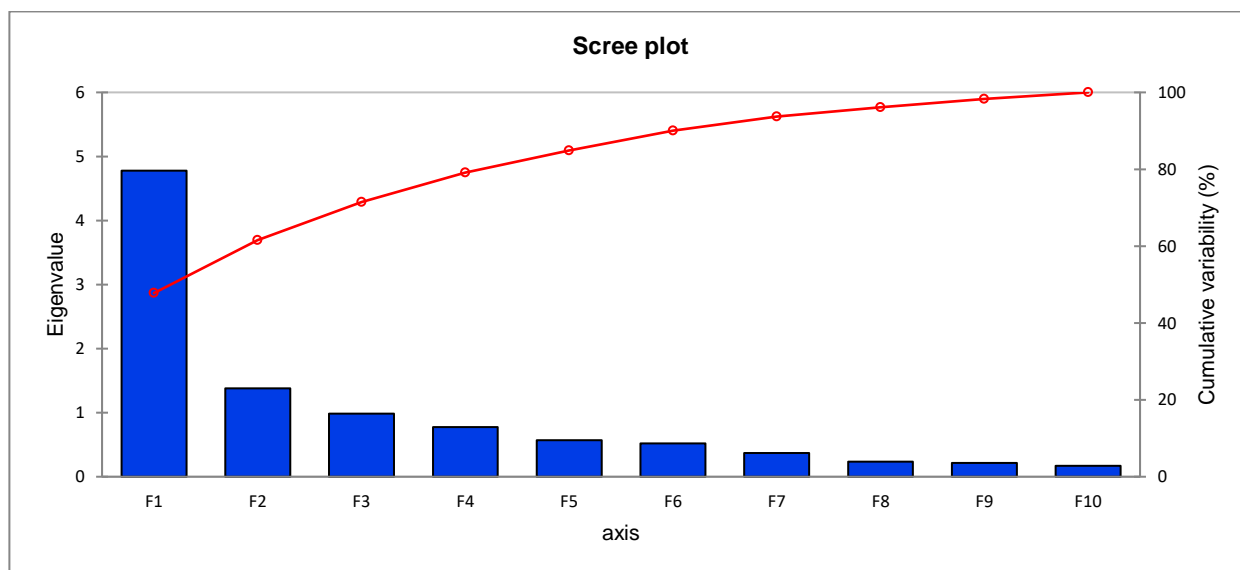
**Tabelul 3.2. Valorile proprii ale matricei de corelație, FPI**

Eigenvalues:										
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	F10
Eigenvalue	4.778	1.382	0.984	0.773	0.568	0.521	0.369	0.237	0.216	0.172
Variability (%)	47.776	13.819	9.838	7.734	5.680	5.213	3.688	2.367	2.164	1.720
Cumulative %	47.776	61.596	71.434	79.168	84.849	90.061	93.749	96.116	98.280	100.000

Sursa: date ale analizei.

Analiza componentelor principale este, de obicei, folosită pentru extragerea factorilor. Pentru analiza factorilor, se păstrează doar un subset de componente principale (m), adică cel care reprezintă cea mai mare valoare a variației. Practica standard este alegerea factorilor care: (I) au

valori proprii asociate mai mari decât unul; (II) contribuie, individual, la explicarea variației globale cu mai mult de 10%; și (III) contribuie, cumulativ, la explicarea variației globale cu mai mult de 60%.



**Figura 3.5. Factorii cu valori proprii, FPI**

*Sursa: date ale analizei.*

Cu setul de date din FPI, din fig.3.5, factorii cu valori proprii apropiate de unitate sunt primii cinci. În mod individual, acestea explică aproape 6% din variația totală și, cumulativ, reprezintă aproximativ 85% din varianță.

Următorul pas se referă la rotația factorilor. Rotația (de obicei, rotația varimax) este utilizată pentru a minimiza numărul de indicatori individuali, care au o încărcare mare pe același factor. Ideea din spatele transformării axelor factoriale este obținerea unei „structuri mai simple” a factorilor (în mod ideal, o structură în care fiecare indicator este încărcat exclusiv pe unul dintre factorii reținuți). Rotația este un pas standard în analiza factorială: schimbă încărcarea factorilor și, prin urmare, interpretarea factorilor, lăsând neschimbate soluțiile analitice obținute, ex-ante și ex-post rotirea.

**Tabelul 3.3. Factorii de încărcare a FPI, bazat pe principalele componente**

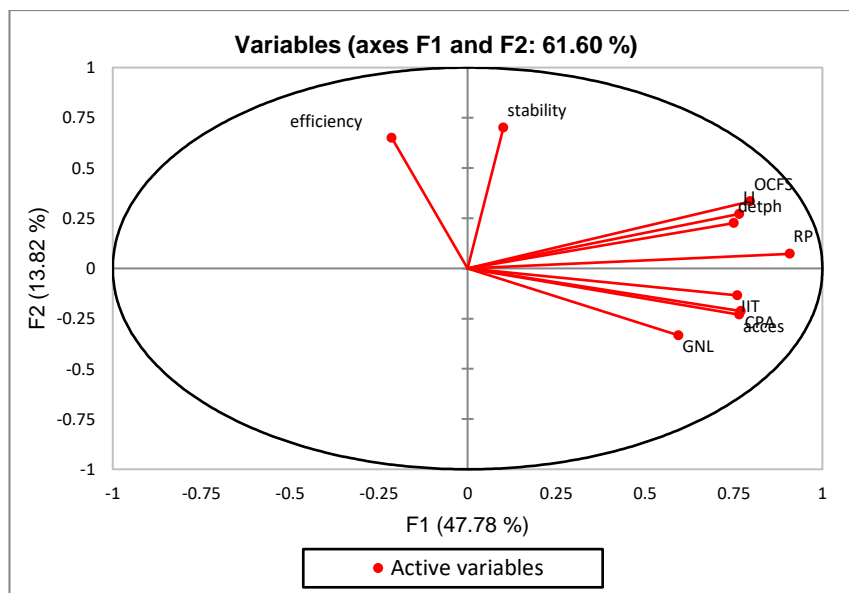
Factor loadings:						Squared cosines of the variables:				
	F1	F2	F3	F4	F5	F1	F2	F3	F4	F5
acces	0.766	-0.230	0.206	-0.158	-0.006	<b>0.587</b>	0.053	0.042	0.025	0.000
detph	0.750	0.226	-0.156	-0.046	0.501	<b>0.563</b>	0.051	0.024	0.002	0.251
efficiency	-0.214	0.650	0.359	0.607	-0.002	0.046	<b>0.422</b>	0.129	0.369	0.000
stability	0.101	0.701	0.403	-0.544	-0.128	0.010	<b>0.491</b>	0.163	0.296	0.016
GNL	0.595	-0.333	0.604	-0.015	0.005	0.354	0.111	<b>0.364</b>	0.000	0.000
RP	0.908	0.073	-0.087	0.010	0.125	<b>0.825</b>	0.005	0.008	0.000	0.016
LI	0.766	0.271	-0.314	0.084	-0.247	<b>0.586</b>	0.074	0.098	0.007	0.061
IIT	0.761	-0.134	-0.063	0.112	-0.463	<b>0.579</b>	0.018	0.004	0.012	0.214
CPA	0.770	-0.212	0.282	0.248	0.100	<b>0.594</b>	0.045	0.080	0.062	0.010
OCFS	0.796	0.334	-0.268	0.000	-0.015	<b>0.634</b>	0.111	0.072	0.000	0.000

*Sursa: date ale analizei.*



Și ultimul pas constă în construcția ponderilor din matricea sarcinilor factorilor după rotație, reieșind din faptul că pătratul sarcinilor factorilor reprezintă proporția variației unitare totale a indicatorului, care este explicată de factor. Setul de date FPI e compus din cinci componente intermediare (tabelul 5.3). Primul include acces (*aces* – 0.587), profunzime (*depth*-0.563), politica de reglementare (RP- 0.825), infrastructura de lichiditate (LI -0.589), infrastructura informațională și transparența (IIT-0.579), arhitectura de protecție a consumatorilor (CPA-0.594), structura și cultura sistemului financiar (OCFS-0.634). Al doilea compozit intermediar este format din eficiență (*efficiency* - 0,422) și stabilitate (*stability* - 0491), al treilea doar de guvernanta la nivel național (GNL -0,364 ). Al patrulea și al cincilea nu sunt relevante, fapt ce poate fi observat și din fig.3.6, unde se observă că acești compoziți intermediari au valoare sub unitate.

În concluzie, putem conchide că PCA în cazul FPI a fost realizat prin combinarea tuturor seriilor a celor trei subindici a 139 de țări pentru anul 2019, în scopul de a găsi combinația liniară în direcția celei mai mari variații. O greutate mai mare este acordată unei serii care contribuie mai mult la direcția variației comune. Apoi, subindicii sunt combinați în indici superiori, utilizând aceeași procedură. După cum se poate observa, nu putem spune că există o componentă unică relevantă a perspectivei dezvoltării financiare. Cu alte cuvinte, deși astfel de componente ca politica de reglementare, structura și cultura sistemului financiar joacă un rol foarte important, în dezvoltarea multor sisteme financiare naționale, acestea sunt departe de a fi componentele principale ale catalizatorului de rezultate. Situația data se observă destul de clar în figura de mai jos.



**Figura 3.6. Ponderea componentelor PCA, FPI**

**Sursa:** date ale analizei.

Analiza de sensibilitate constituie a opta etapă și poate fi utilizată pentru a evalua robustețea indicelui compozit. În această etapă, au fost evidențiate sursele de incertitudine și

elaborați subindicii compoziți. La construirea subindicilor, au fost analizate variabilele descrise în tabelele A.1-A.3, incluzând 139 de state ale lumii.

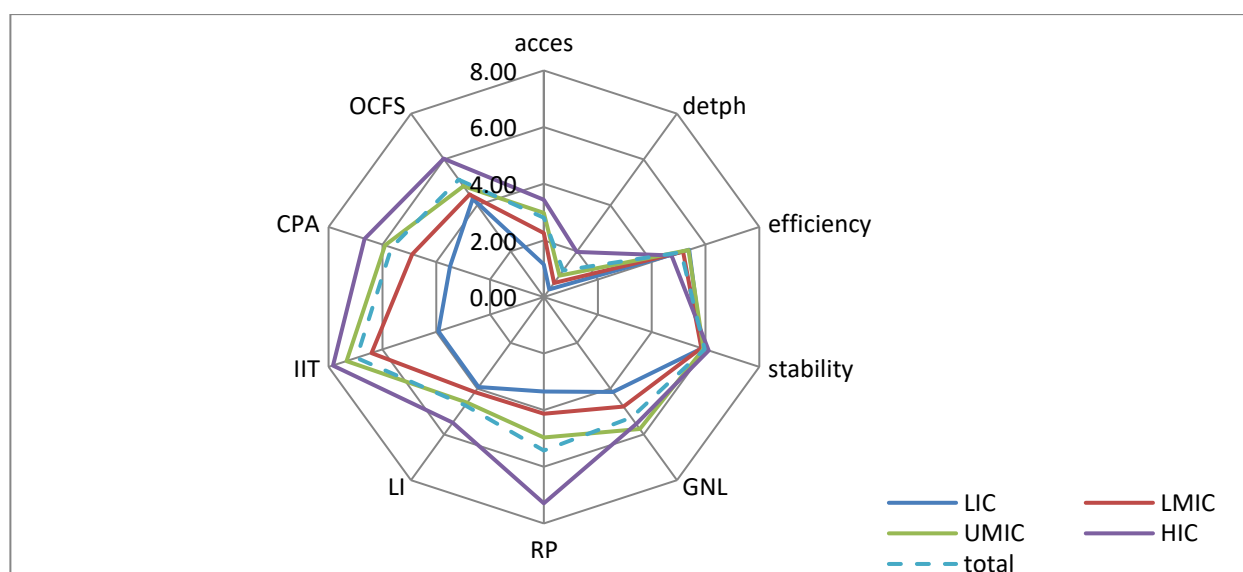
Următoarea etapă a elaborării indicelui compozit, potrivit ghidului OECD, se numește – înapoi la date. Punctul de plecare a acestei etape relevă faptul că, deși indicii compoziți evidențiază performanța țării și pot fi folosiți pentru ghidarea activității politicii și a datelor, utilitatea de bază a acestora constă în dezvăluirea principalelor drivere pentru o performanță generală bună sau rea.

**Tabelul 3.4. Valorile componentelor subindicilor FPI în grupuri de țări după nivelul veniturilor, 2019**

	acces	detph	efficiency	stability	GNL	RP	LI	IIT	CPA	OCFS
<b>Low-Income</b>	1.15	0.33	5.39	5.87	4.15	3.34	3.93	3.92	3.49	4.29
<b>Lower-Middle Income</b>	2.26	0.61	5.17	5.85	4.79	4.12	4.15	6.40	4.89	4.47
<b>Upper-Middle-Income</b>	2.97	0.93	5.38	5.93	5.77	4.96	4.61	7.33	5.90	4.84
<b>High-Income</b>	3.44	1.97	4.73	6.12	5.55	7.29	5.48	7.83	6.66	6.04
<b>total</b>	2.80	1.16	5.10	5.97	5.26	5.42	4.73	6.96	5.66	5.12

Sursa: elaborat de autor.

De aici, rezultă că indicii compoziți oferă un punct de plecare pentru analiză. Descompunerea lor permite identificarea și analiza performanței țării prin intermediul contribuției subcomponentelor și a indicatorilor individuali. În cazul nostru, FPI are trei subindici care, la rândul lor, sunt împărțiți în componente care contribuie diferit la indicele compozit agregat și la clasamentul țărilor. Pentru o analiză mai detaliată în acest context, indicele compozit a fost calculat pentru grupuri de țări, clasificate după nivelul veniturilor și dezagregat în componentele celor trei subindici, care, după cum se poate observa din tabelul de mai jos, au un aport diferit la clasamentul final al acestuia. În tabelul 3.4. se poate observa cum contribuie diferite drivere la formarea indicelui perspectivei financiare pe grupuri de țări.



**Figura 3.7. Diagrama radar a componentelor FPI (grupuri de țări după nivelul veniturilor, 2019)**

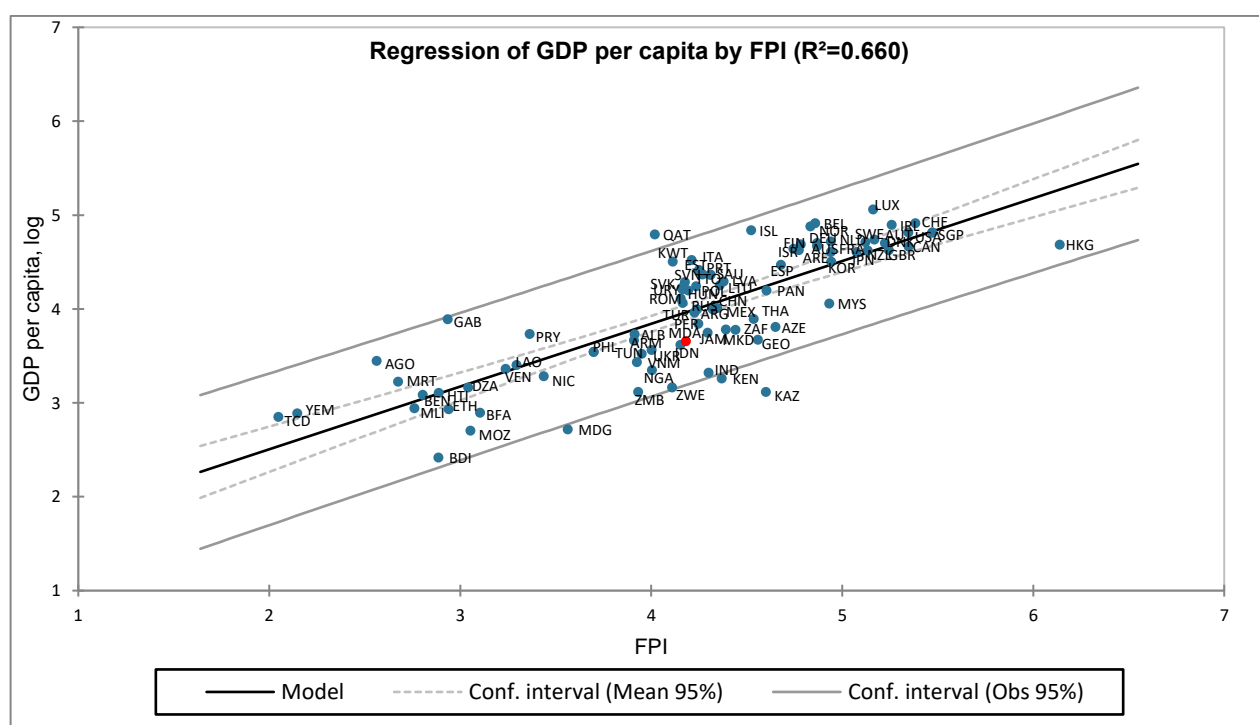
Sursa: elaborat de autor

Încă un mod de a ilustra performanța grupurilor de țări este utilizarea așa - numitor diagrame păianjen sau radar. Indicatorii individuali sunt apoi folosiți pentru a arăta punctele tari și punctele slabe. Astfel fig.3.7 ne indică că în țările cu un nivel de venituri mai ridicate, indicatorii din componentele politicii de reglementare împreună cu cele ale structurii și culturii sistemului financiar au o relevanță puternică asupra indicelui compozit, spre deosebire de țările cu venituri mici. Totodată, și valoarea componentelor acces și profunzime în aceste țări este evident mai mare decât în grupurile de țări cu venituri mici, în timp ce diferența valorilor indicatorilor din compartimentul eficiență și stabilitate nu este atât de semnificativ.

Descompunerea FPI poate clarifica, astfel, performanța generală a unei țări date sau unui grup de țări. În cadrul unei astfel de analize se verifică corelația și cauzalitatea (dacă este posibil) și se identifică dacă rezultatele indicelui compozit sunt dominate de un număr mic de indicatori, dar și se explică importanța relativă a subcomponentelor acestuia.

Următoarea etapă a construirii indicelui compozit are o mare importanță, deoarece măsoară legăturile cu alți indici compoziți sau indicatori simpli.

Indicii compoziți înglobează indicatori legați de procese exprimate în variabile comensurabile. Aceste interdependențe sunt importante, deoarece pot fi utilizate pentru a testa puterea explicativă a FPI. Pentru a demonstra aceste legături, e suficient de utilizat o simplă relație de interdependență. În cazul nostru, am încercat să arătăm interdependența dintre FPI și PIB pe cap de locuitor.



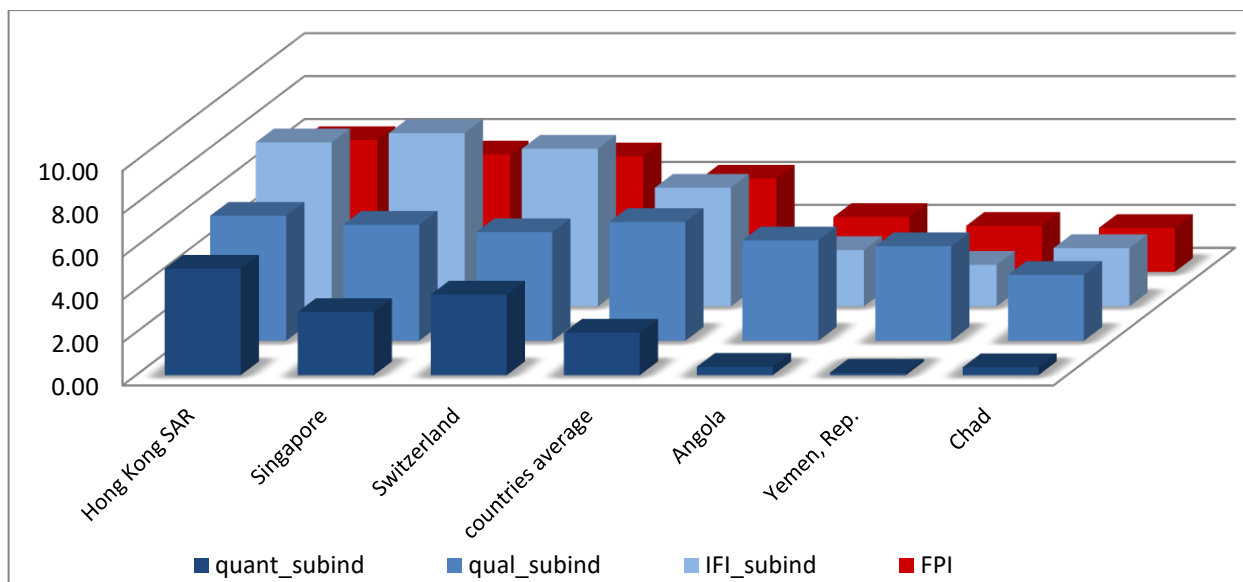
**Figura 3.8. Interdependența dintre FPI și PIB pe cap de locuitor (log), 2019**

Sursa: elaborat de autor.

Din grafic, se poate observa că majoritatea țărilor se află aproape de linia de tendință. Doar Qatar și Kuwait au ieșit din tendințe, fapt datorat veniturilor din tranzacționarea petrolului.

Totodată ar trebui de remarcat că din acest grafic nu poate reieși o analiză propriu zisă. O modificare a PIB pe cap de locuitor nu conduce neapărat la o modificare a indicelui FPI și invers.

O altă interdependență extrem de importantă, în special pentru țările în care sistemele financiare sunt bank based, este corelația cu creditul privat în PIB. Pentru o analiză mai detaliată am determinat corelația între componentele FPI și indicatorul creditul privat în PIB, care poate fi vizualizată în fig. A.1. Pentru corelație, a fost utilizat coeficientul Speerman. În general, este acceptat faptul că puterea coeficientului de corelație, ca un indicator al măsurii interdependenței, se diferențiază în trei niveluri atât pentru corelațiile pozitive, cât și pentru cele negative:  $\rho > 0.01 \leq 0.29$  - relație pozitivă slabă;  $\rho > 0.30 \leq 0.69$  - relație pozitivă moderată;  $\rho > 0.70 \leq 1.00$  - relație pozitivă puternică;  $\rho > -0.01 \leq -0.29$  - relație negativă slabă;  $\rho > -0.30 \leq -0.69$  - relație negativă moderată,  $\rho > -0.70 \leq -1.00$  - relație negativă puternică. Graficele din figură sunt aranjate în dependență de nivelul corelației. Observăm că cea mai mare corelație se stabilește între creditul privat în PIB cu indicatorii compartimentului profunzime, aproape plasându-se în categoria relație pozitivă puternică. Un șir de indicatori din compartimentele - politica de reglementare; acces; infrastructura de lichiditate; arhitectura de protecție a consumatorilor - au înregistrat o dependență pozitivă moderată. La polul opus se află indicatorii din categoriile - structura și cultura sistemului financiar; infrastructura informațională și transparența; guvernanta la nivel național; eficiență și stabilitate - care au o corelație pozitivă cu indicatorul creditul privat în PIB.



**Figura 3.9. Țările cu cele mai ridicate și cele mai joase valori ale indicelui FPI, 2019**

**Sursa:** elaborat de autor.

Trebuie de remarcat faptul că, în componentele FPI sunt incluși mai mulți indicatorii cu o gamă largă, care caracterizează perspectivele de dezvoltare financiară pentru un număr mare de

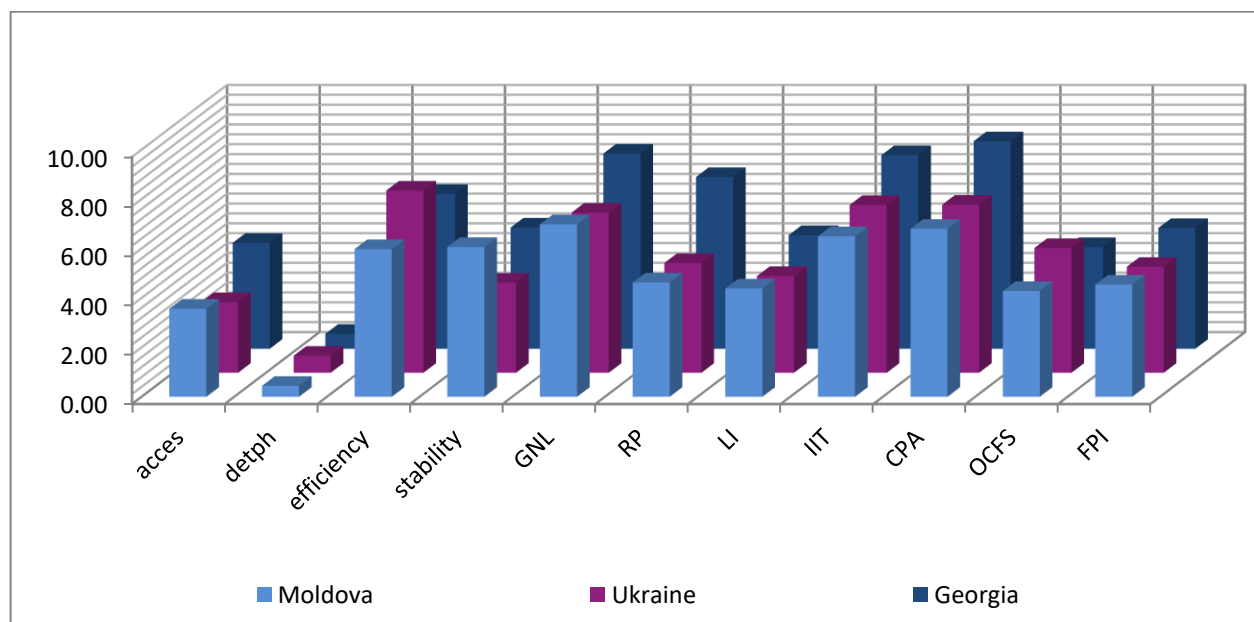
agenți financiari. Astfel, în graficele din fig.A.2. corelația nu este între indicatorul credit privat la PIB și un alt indicator simplu, dar cu un grup de indicatori, care la rândul său cuprind mai multe informații.

În continuare vom analiza corelația între subgrupurile FPI (fig.A.3). Constatăm că în mare măsură aceste subgrupuri, au o corelație moderată sau slabă. Și în cazul subgrupurilor, trebuie să menționăm ca acestea sunt compuse dintr-un număr mare de indicatori, care înglobează un volum mare de informații de la diferiți agenți economici, care activează în diferite segmente ale pieței financiare.

După parcurgerea a opt etape de construire a FPI, am ajuns la ultima etapă: vizualizarea rezultatelor. În tabelul A.4 sunt prezentate valorile FPI a 139 de țări, pentru anul 2019, incluse în analiza noastră.

Dacă analizăm tabelul A.4, putem observa că cele mai ridicate valori ale indicelui de dezvoltare financiară le au cele mai dezvoltate state ale lumii (Hong Kong SAR, China-6.14; Singapore- 5.47; Switzerland – 5.38) și la polul opus se situează cele mai slab dezvoltate țări ale lumii (Chad- 2.05; Republica Yemen – 2.15; Angola - 2.56).

În fig.3.10, sunt prezentați subindicii componenți ai indicelui FPI a trei țări cu cea mai mare valoare și a trei țări cu cea mica valoare a acestuia. Pentru comparare, între acestea două grupuri de țări se situează și FPI mediu al 139 de țări incluse în analiză.



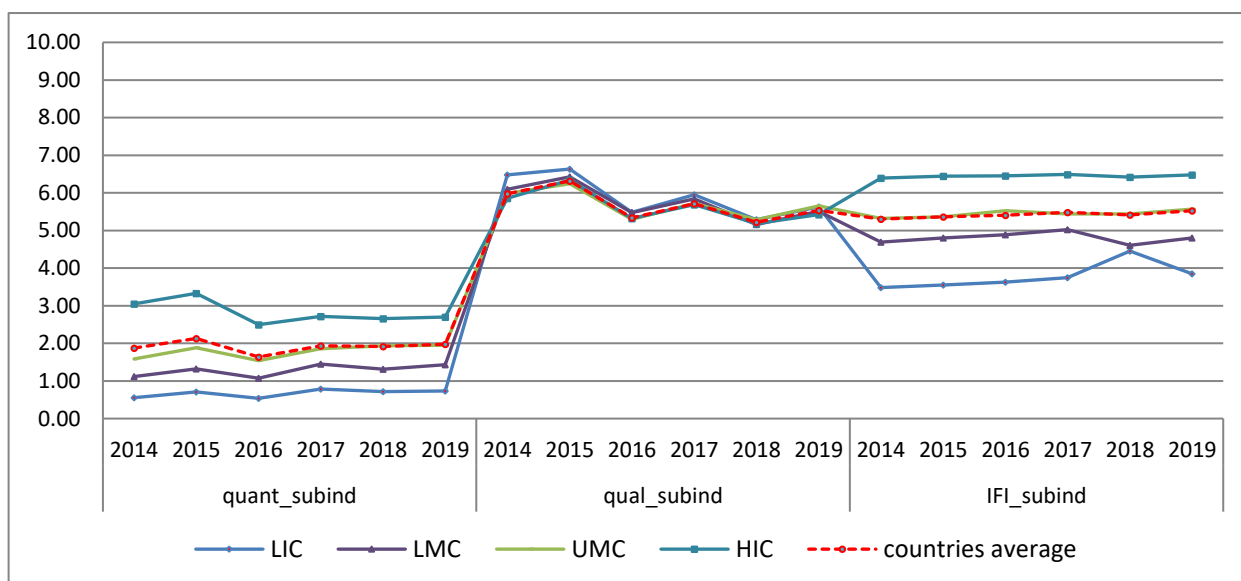
**Figura 3.10. Componentele indicelui FPI în țările Parteneriatului Estic, 2019**

*Sursa: elaborat de autor.*

Prezintă interes și poziția sistemului financiar a Republicii Moldova, în special, în comparație cu țările parteneriatului Estic. În fig.3.10 sunt prezentate compartimentele subindicilor perspectivei financiare și se poate constata că în mare parte aceste trei țări au valori comparabile

ale acestora. Totuși trebuie de menționat că în mare parte, în cazul sistemului financiar al Georgiei, situația este puțin mai avantajoasă, în comparație cu celelalte două țări.

Subindicii dezagregați ai FPI sugerează că nivelul de dezvoltare instituțională diferențiază economiile cu venituri înalte de cele cu venituri mici. Față de economiile avansate, economiile în curs de dezvoltare tind să aibă niveluri scăzute la compartimentele de acces, profunzime și politica de reglementare a pieței. Observăm totuși că subindicele calitativ are o valoare destul de mare în țările cu venituri mici. Acest fapt am putea să-l explicăm prin lipsa datelor pentru un număr foarte mare de țări în ceea ce privește piețele financiare, factor care într-un fel, a limitat posibilitățile construirii indicelui compozit. Astfel, indicatorii din subgrupa calitativă sunt din compartimentele eficiență și stabilitate, care țin, în mare parte, de instituții financiare. Țările cu venituri scăzute sunt, de regula, țări cu sisteme financiare bank based, și în astfel de țări indicatori de eficiență - *bank lending-deposit spread; bank net interest margin; bank return on assets; bank return on equity* – au valori destul de mari în comparație cu țările cu venituri mici (exemplu: bank lending-deposit spread – Madagascar 36,00 %, Tajikistan 23.23%, Japan 0,43%, France 0.40 %; bank return on equity - Haiti 29.17%, Ethiopia 24.89%, Switzerland 2.97%, Luxembourg 6.32%).



**Figura 3.11. FPI în grupuri de țări, clasificate după nivelul veniturilor, 2014 - 2019**

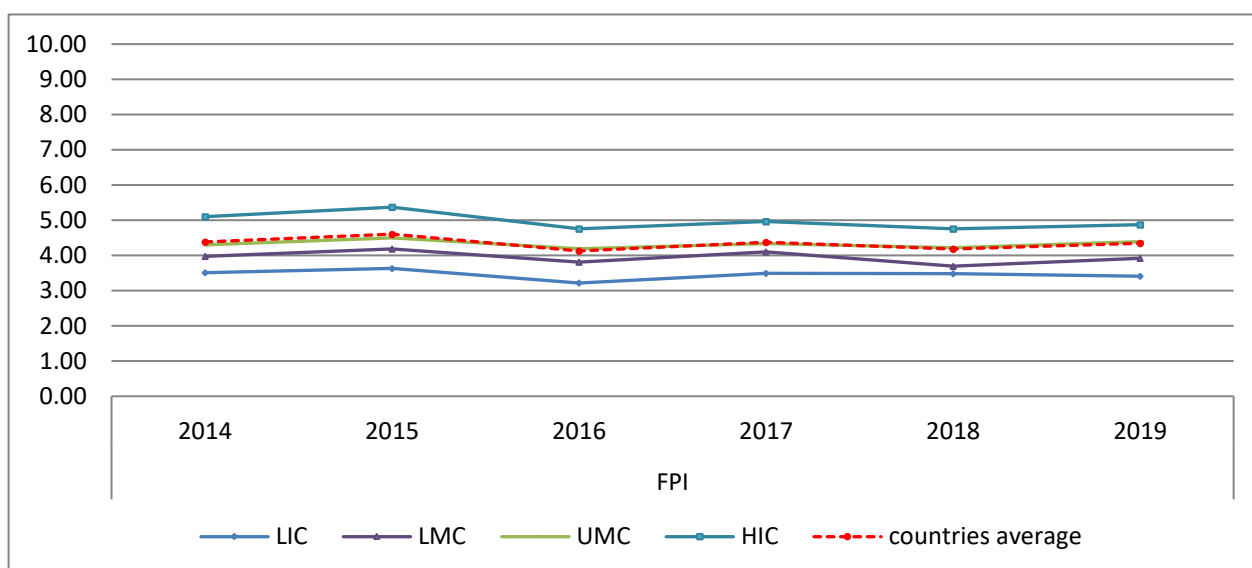
Sursa: elaborat de autor.

Dacă în subindicele calitativ ar fi putut fi incluși indicatori ai eficienței piețelor financiare, valorile acestuia pentru diferite țări s-ar fi modificat: spre mărire în țările cu economii avansate, în special, în acele cu sisteme financiare *market based*, și, corespunzător spre scădere în țările cu venituri mici. Și încă un element este nevoie de subliniat: eficiența relativ mare în sistemele financiare a unor țări cu venituri mici ar fi trebuit să conducă la o mai mare deschidere financiară, care s-ar fi reflectat în creșterea valorilor indicatorilor din compartimentele acces și profunzime, în realitate, însă, situația e inversă (exemplu: ATMs per 100,000 adults - Haiti 2.13, Tajikistan

10.35, Luxembourg 113.87, Switzerland 97.15; domestic credit to private sector (% of GDP)- Haiti 10.86%, Tajikistan 11.58 %, Luxembourg 107.29, Switzerland 168.45)

Dacă analizăm FPI în dinamică pe ultimii cinci ani putem observa că nu au fost înregistrate mari schimbări. Interesant este faptul, că decalajul în evoluția FPI în diferite grupuri de țări rămâne neschimbat, liniile din grafic plasându-se aproape perfect paralel.

În concluzie, putem constata că dezvoltarea financiară este un fenomen multidimensional și, pentru a-l evalua, în scopul analizei ulterioare, e nevoie de construit un indice compozit. Importanța dezvoltării financiare reiese din interdependența acestora cu creșterea PIB prin posibilitatea accesului la finanțare, prin favorizarea mobilizării economiilor și/sau alocarea mai eficientă a resurselor, prin atenuarea asimetriei informaționale și, prin urmare, alocarea eficientă a capitalului, prin reducerea costurilor de tranzacție și facilitarea schimbului de active și produse. Indicele compozit FPI se bazează pe trei subindice (subindicele cantitativ; subindicele calitativ; subindicele infrastructurii financiare), care, la rândul lor, sunt divizați în 10 compartimente (acces; profunzime; eficiență; stabilitate; guvernanta la nivel național; politica de reglementare; infrastructura de lichiditate; infrastructura informațională și transparența; arhitectura de protecție a consumatorilor; structura și cultura sistemului financiar), formate de un număr mare de indicatori (34).



**Figura 3.12. Indicele compozit al perspectivei financiare în dinamică în grupuri de țări după nivelul veniturilor, 2019**

Sursa: *elaborat de autor.*

Cu toate acestea indicatorul construit are și limite, care trebuie menționate:

În primul rând, lipsa bazelor de date ce țin de profunzimea, eficiența și stabilitatea piețelor financiare la un număr mare de țări. În același timp, putem constata că nu există o acoperire largă a datelor ce țin de FinTech, servicii care au înregistrat un avânt mare în ultimii ani, dar și a datelor

unor instituții financiare, activitatea cărora, la fel, a crescut în ultima perioadă (exemplu: shadow banks).

În al doilea rând, unele dintre valorile indicatorilor, în special din subindicele calitativ nu reflectă adevăratul nivel de dezvoltare financiară. În unele țări, după cum s-a evidențiat și mai sus, unii indicatori de măsurare, în special a eficienței nu reflectă situația reală (exemplu: valorile mari ale indicatorului NIM, care umflă valoarea finală a subindicelui calitativ).

Totodată, după cum a menționat și Svirydzenka, în cazul indicelui dezvoltării financiare clasamentul avansat al acestuia, poate să nu fie neapărat un fenomen pozitiv, dar poate indica, în schimb, că sistemul financiar al unei țări este întins dincolo de capacitățile sale structurale și de reglementare, cu implicații negative pentru creștere și stabilitate, în cazul indicelui dezvoltării financiare clasamentul avansat al acestuia, poate să nu fie neapărat un fenomen pozitiv, dar poate indica, în schimb, că sistemul financiar al unei țări este întins dincolo de capacitățile sale structurale și de reglementare, cu implicații negative pentru creștere și stabilitate (Svirydzenka, 2016). Această afirmație este validă și în cazul FPI.

În final, am dori să menționăm, că deși există provocări în construirea indicelui FPI, acesta, incontestabil, servește ca un pas important către evaluarea dezvoltării financiare în perspectivă și ar trebui să clarifice mai detaliat interdependențele dintre perspectivele dezvoltării financiare și rezultatele economice dorite. În continuare ne vom strădui să îmbunătățim indicele perspectivei financiare, pe măsură ce noi informații vor deveni disponibile.

### **3.3. Sistemul financiar al Republicii Moldova între consolidare și eficiență în contextul noii arhitecturi a SMFI**

În condițiile globalizării, provocările cu care se confruntă economia Republicii Moldova, dobândesc un caracter tot mai pronunțat. Rezolvarea complexă a acestor provocări presupune crearea unor fundamente pentru punerea în aplicare a modificărilor structurale progresive în economie, capabile să contribuie la dezvoltarea economică sustenabilă.

Misiunea de bază a sistemului financiar este furnizarea de servicii financiare, care trebuie să satisfacă cerințele economiei și ale societății în creșterea nivelului investițiilor și în stabilitatea socială. Pentru ca sistemul financiar din Republica Moldova să corespundă necesităților economiei și ale societății, e nevoie de un concept care să asigure:

- imperativele sectorului real al economiei naționale în resurse, fără de care nu este posibilă o creștere inovațională și o dezvoltare eficientă. Aceste resurse sunt necesare pentru: completarea mijloacelor circulante; extinderea bazei de producție; renovarea infrastructurii;



- cererea populației în instrumente financiare, care ar conduce la sporirea nivelului de trai; încât, sectorul financiar să poată contribui la atingerea stabilității sociale necesare populației și la asigurarea garanțiilor sociale minime;
- solicitarea statului în maximizarea valorii adăugate obținute pe teritoriul țării, și în dezvoltarea infrastructurii financiare pentru desfășurarea politicii economice, menite să contribuie la asigurarea creșterii economice sustenabile și a competitivității economiei.

În mod evident, gradul de dezvoltare a sistemului financiar, în mare măsură, este influențat, pe de o parte de evoluțiile macrofinanciare internaționale, iar pe de altă parte de posibilitățile reale ale economiei Republicii Moldova.

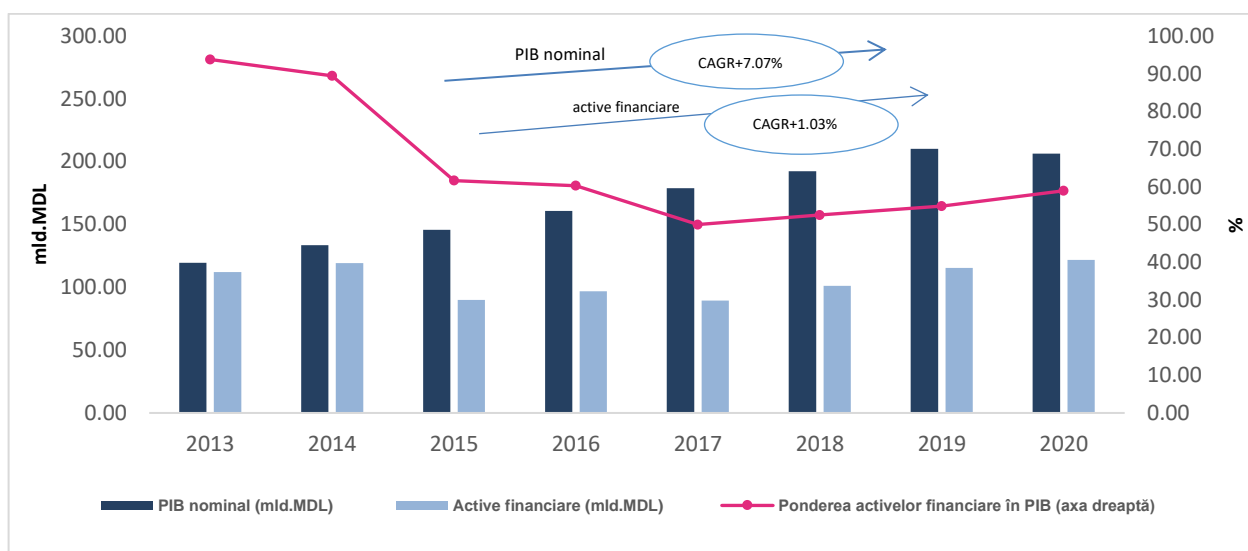
În cadrul actual al economiei Republicii Moldova, în urma șocului exogen, provocat de criza pandemică, economia țării s-a contractat, fapt ce a afectat și sistemul financiar.

În condițiile globalizării, provocările cu care se confruntă economia Republicii Moldova, dobândesc un caracter tot mai pronunțat. Rezolvarea complexă a acestor provocări presupune crearea unor fundamente pentru punerea în aplicare a modificărilor structurale progresive în economie, capabile să contribuie la dezvoltarea economică sustenabilă.

Misiunea de bază a sistemului financiar este furnizarea de servicii financiare, care trebuie să satisfacă cerințele economiei și ale societății în creșterea nivelului investițiilor și în stabilitatea socială. Pentru ca sistemul financiar din Republica Moldova să corespundă necesităților economiei și ale societății, e nevoie de un concept care să asigure:

- imperativele sectorului real al economiei naționale în resurse, fără de care nu este posibilă o creștere inovațională și o dezvoltare eficientă. Aceste resurse sunt necesare pentru: completarea mijloacelor circulante; extinderea bazei de producție; renovarea infrastructurii;
- cererea populației în instrumente financiare, care ar conduce la sporirea nivelului de trai; încât, sectorul financiar să poată contribui la atingerea stabilității sociale necesare populației și la asigurarea garanțiilor sociale minime;
- solicitarea statului în maximizarea valorii adăugate obținute pe teritoriul țării, și în dezvoltarea infrastructurii financiare pentru desfășurarea politicii economice, menite să contribuie la asigurarea creșterii economice sustenabile și a competitivității economiei.

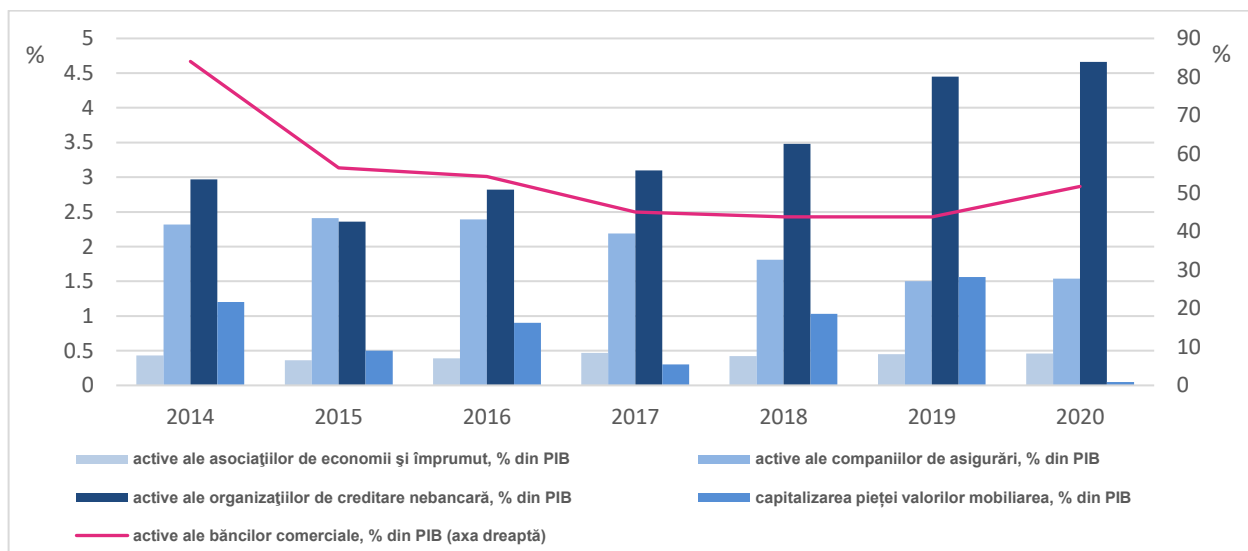
În mod evident, gradul de dezvoltare a sistemului financiar, în mare măsură, este influențat, pe de o parte de evoluțiile macrofinanciare internaționale, iar pe de altă parte de posibilitățile reale ale economiei Republicii Moldova. În cadrul actual al economiei Republicii Moldova, în urma șocului exogen, provocat de criza pandemică, economia țării s-a contractat, fapt ce a afectat și sistemul financiar.



**Figura 3.13. Ponderea activelor financiare în PIB**

**Sursa:** *elaborat de autor* în baza datelor: Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Sistemul financiar moldovenesc este o componentă-cheie a infrastructurii naționale, care determină eficiența de transformare a economiilor în investiții și totodată competitivitatea economiei Republicii Moldova. Pe de altă parte, nivelul dezvoltării economiei naționale are un impact direct asupra dezvoltării sistemului financiar. Pentru a detecta tendințele acestor parametri, vom aplica metoda CAGR, care permite nu numai o analiză rapidă a perioadei precedente, dar și dă posibilitate de a anticipa. Rata de creștere anuală compusă (CAGR- *the compound annual growth rate*) este unul dintre cei mai utilizați indicator în analiza și modelarea financiară. CAGR poate fi definit ca o măsură a creșterii constante a unei serii de date. Cel mai mare avantaj al ratei de creștere a compusului este că se ia în considerare efectul de compunere.



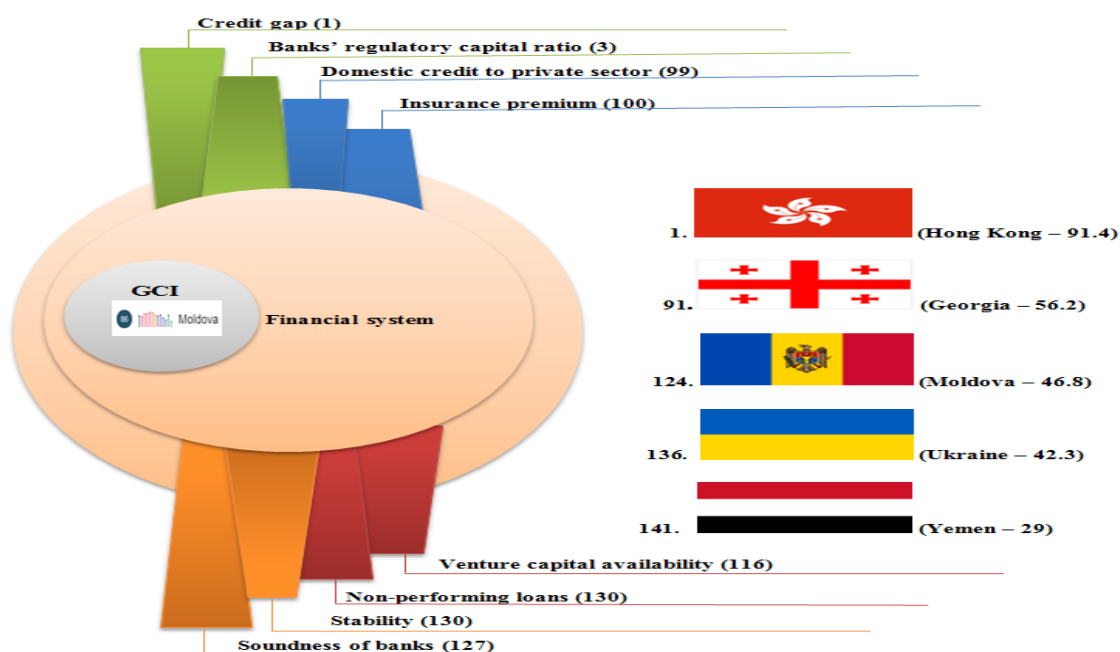
**Figura 3.14. Dinamica activelor componentelor sistemului financiar în PIB**

**Sursa:** *elaborat de autor* în baza datelor: CNPF [online]. Disponibil: <https://www.cnpf.md/ro/publicatiile-cnpf-6302.html>.

Din 2014 până în 2020, se observă o creștere continuă ale activelor organizațiilor de creditare nebancară (CAGR 18.04 %) și ale activelor asociațiilor de economii și împrumut (CAGR 12.66%), în timp ce celelalte sectoare au avut evoluții variabile. Această situație se explică, în primul rând, prin înăsprirea reglementării activității bancare, atât ca răspuns la materializarea riscului sistemic la nivelul sistemului bancar, cât și în contextul implementării prevederilor Acordului de Asociere UE - Republica Moldova în materie financiar-bancară. Drept urmare a acestor evoluții din mijlocul anului 2023 se vor modifica aranjamentele de supraveghere financiară, modelul, rămâne același Two Agency.

Nivelul calității sectorului financiar al Republicii Moldova este determinat de caracteristicile fundamentale ale situației socioeconomice a țării: diversificarea economiei, nivelul de bunăstare a populației, dezvoltarea instituțiilor de stat și juridice, gradul de integrare a pieței financiare interne pe piețele globale de capital și altele. Modelul sistemului financiar moldovenesc este similar, prin multe aspecte, cu cel al altor țări emergente.

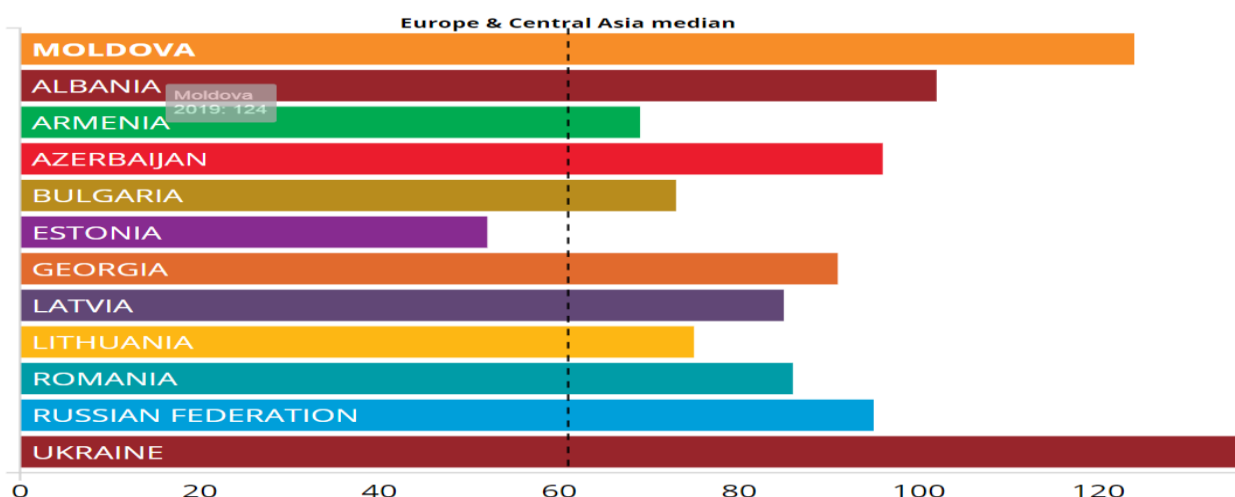
Calitatea sistemului financiar este deosebit de importantă pentru țările din Europa Centrală și de Est, în care sistemele financiare moderne au fost construite aproape de la zero. Starea sistemului bancar moldovenesc o putem vedea prin intermediul clasamentului GCI, al 9th pillar: Financial system.



**Figura 3.15. Pilonul sistemului financiar în competitivitatea globală, 2019**

**Sursa:** elaborat de autor în baza datelor: The Global Competitiveness Report 2019 [online]. Disponibil: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf>.

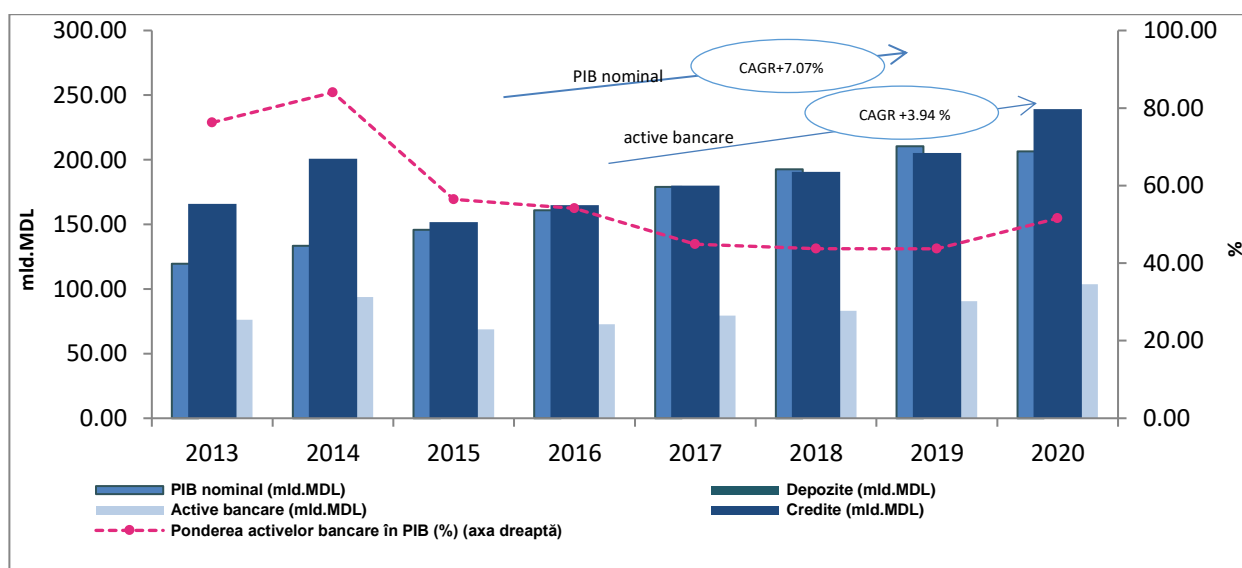
Din fig. 3.15, se poate observa că, în sistemul financiar moldovenesc, se atestă un șir de probleme care ar trebui urgent depășite. La capitolul sistemului financiar, potrivit datelor World Economic Forum Global Competitiveness Index Republica Moldova are o situație alarmantă și în comparație cu țările din regiune.



**Figura 3.16 Sistemul financiar, rank (Europa&Central Asia)**

**Sursa:** The Global Competitiveness Report 2019 [online]. Disponibil: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf>.

Principalele caracteristici ale sistemului financiar al Republicii Moldova sunt dominația sistemului bancar în sistemul financiar (activele sistemului bancar în anul 2020 au constituit aproximativ 87.49% din total active ale sistemului financiar din Republica Moldova, dezvoltarea slabă a pieței de capital și absența unei baze solide a investitorilor instituționali (reprezenți de companiile de asigurări și de fondurile de pensii). Aceste particularități limitează capacitatea economiei de a transforma economiile populației în investiții pe termen lung necesare pentru o creștere economică durabilă și pentru îmbunătățirea bunăstării cetățenilor. În plus, și piața financiară din Republica Moldova se caracterizează printr-un nivel destul de ridicat de concentrare, în sectorul bancar, cele mai mari cinci instituții de credit reprezentau 83.08 % din activele totale ale întregului sector.



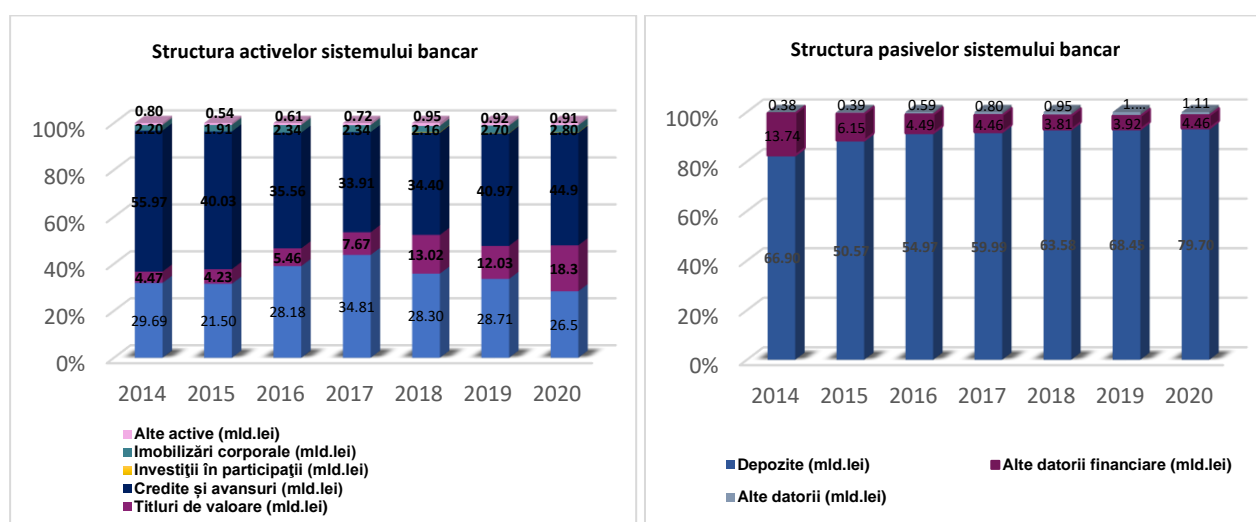
**Figura 3.17. Ponderea activelor bancare în PIB**

**Sursa:** elaborat de autor în baza datelor: Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

La sfârșitul anului, activele bancare constituiau 103.77 miliarde lei. De menționat că amplificarea activelor bancare în perioada 2013-2019 ani a încetinit, în anul 2020 acest trend s-a schimbat. Creșterea exponențială calculată prin intermediul indicatorului CAGR în perioada 2013- 2020 constituind 3.94%. Dimensiunea bilanțieră a sistemului bancar este prezentată în fig. 3.18.

Asupra structurii bilanțiere a sistemului bancar al Republicii Moldova a avut impact modelul de afaceri adoptat de băncile din Republica Moldova: pe de o parte, obținerea unor rentabilități mai mari de la acordarea creditelor ipotecare, a celor de consum și menținerea capitalurilor prin intermediul VMS, iar pe de altă parte atragerea economiilor populației.

Cea mai mare parte a activelor o constituie grupul de credite și avansuri. La rândul său se atestă un trend clar de micșorare a cotei părți a creditelor acordate populației și de creștere a grupului creditelor acordate populației.



**Figura 3.18. Dimensiunea bilanțieră a sistemului bancar a Republicii Moldova**

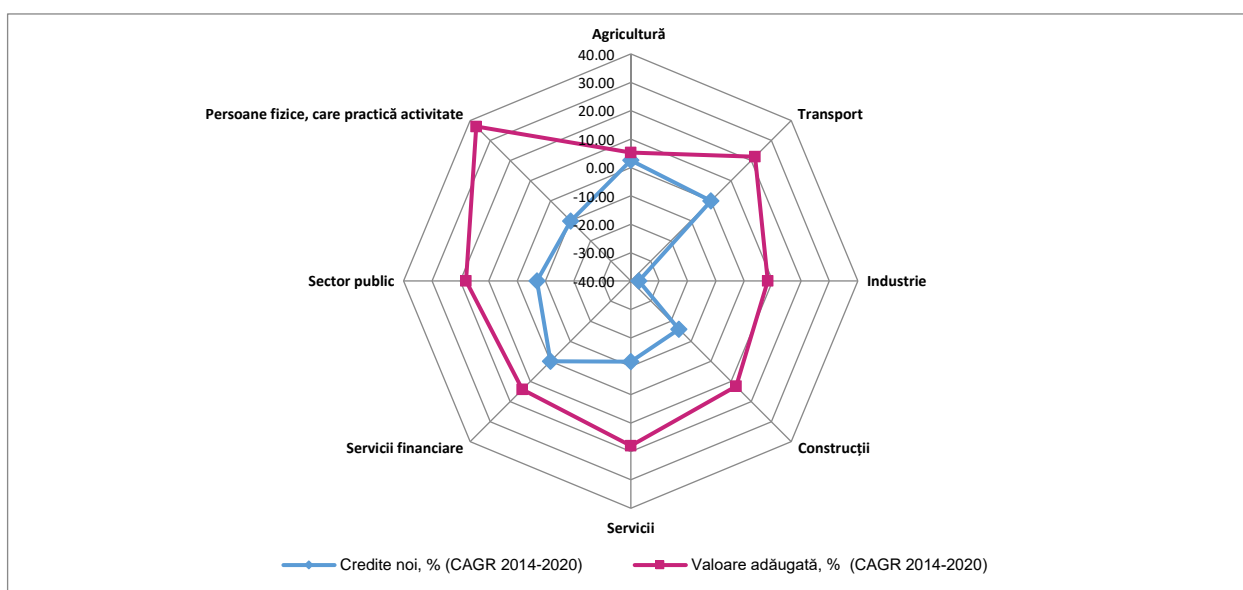
**Sursa:** *elaborat de autor* în baza datelor: Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Asupra structurii bilanțiere a sistemului bancar al Republicii Moldova a avut impact modelul de afaceri adoptat de băncile din Republica Moldova: pe de o parte, obținerea unor rentabilități mai mari de la acordarea creditelor ipotecare, a celor de consum și menținerea capitalurilor prin intermediul VMS, iar pe de altă parte atragerea economiilor populației.

Cea mai mare parte a activelor o constituie grupul de credite și avansuri. La rândul său se atestă un trend clar de micșorare a cotei părți a creditelor acordate populației și de creștere a grupului creditelor acordate populației.

Distribuția sectorială a portofoliului de credite este diversificată. Pe parcursul ultimelor șapte ani, structura acestuia s-a modificat nesemnificativ, conturându-se totuși un șir de tendințe. Pentru a evidenția aceste tendințe, dar și pentru a anticipa evoluția structurii portofoliului de credite în viitor, și în acest caz, am utilizat indicatorul CAGR (fig. A.3). Pe parcursul anilor 2014-2020,

În șase sectoare s-au amplificat creditele. Cele mai mari valori a CAGR au avut grupurile „Credite acordate pentru procurarea/construcția imobilului” (23.49%), și „Credite de consum” (18.62%), care sunt destinate persoanelor fizice. Următoarele două grupuri cu valori pozitive a CAGR de 12.30% și respectiv de 5.06 % sunt „Credite acordate agriculturii” și „Credite acordate industriei alimentare”, care de fapt sunt domenii complementare. Cea mai mică valoare a CAGR a avut domeniul „Credite acordate organizațiilor necomerciale”, constituind -11.16 %, de menționat că acest domeniu are o cotă foarte mică în total portofoliu. Următoarele grupuri cu scăderi mari a CAGR (-10.09%, -5.86% și -4.02% ), sunt: „Credite acordate în domeniul construcțiilor”, „Credite acordate industriei energetice” „Credite acordate comerțului”. În total portofoliul de credite a înregistrat o creștere, indicele CAGR pe 7 ani constituind 7.93%.



**Figura 3.19. Interdependența dintre dinamica volumului creditelor noi și valoarea adăugată formată în sectoarele economiei naționale (CAGR, 2014-2020)**

**Sursa:** calculat de autor.

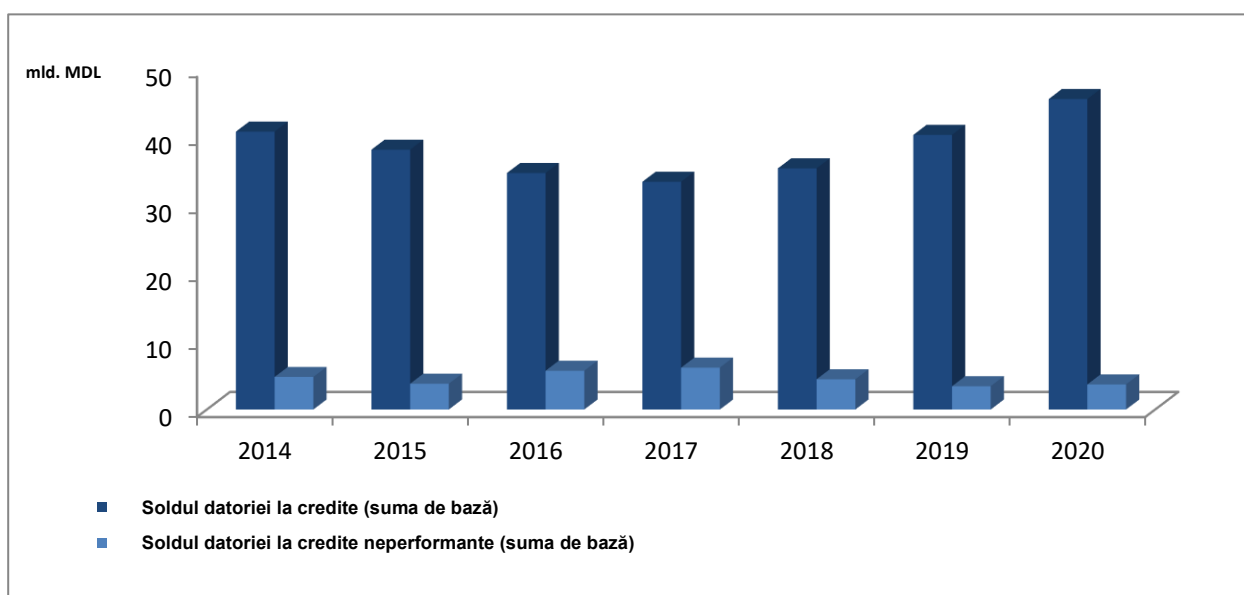
În cadrul actual al economiei Republicii Moldova, este important de analizat impactul volumului creditelor noi din sectoarele economiei naționale asupra valorii adăugate obținute în aceste sectoare. Eficiența finanțării sectoarelor economiei naționale prin intermediul creditării bancare este o condiție esențială în Republica Moldova, în situația în care piața valorilor mobiliare nu este dezvoltată și, prin urmare, nu are abilitate, pentru a alocă resurse.

În cazul structurii sistemului financiar al Republicii Moldova, sistemul bancar are capacitatea primordială în alocarea resurselor pentru o eventuală creștere a valorii adăugate în ramurile economiei naționale și, prin urmare, a unei creșteri sustenabile a PIB-ului țării. Și în acest caz, am utilizat CAGR. Din fig. 3.19, observăm că amplificarea valorii adăugate formate într-un sector al economiei, nu este în mare parte legată de creșterea volumului creditelor în acest domeniu. Această situație ne dovedește ineficiența gestiunii financiare în sectorul nefinanciar.

Moderarea riscului de credit este reflectat de scăderea raportului dintre creditele neperformante și totalul creditelor bancare.

Soldul datoriei la creditele neperformante din bilanțurile băncilor (fig. 3.20) ne indică o descreștere a acestuia (CAGR -3.65%), soldul datoriei creditelor înregistrând o creștere nesemnificativă (CAGR +1.60%).

Corespunzător, descrește ponderea creditelor neperformante în total credite. Cu toate acestea, raportul NPL rămâne relativ ridicat în unele industrii. De asemenea, trebuie remarcat faptul că raportul NPL este calculat pe baza performanței anterioare și, prin urmare, este posibil să nu surprindă în totalitate riscurile actuale de credit.



**Figura 3.20. Soldul datoriei la credite**

**Sursa:** *elaborat de autor* în baza datelor: Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Totuși, pentru un studiu complet al sustenabilității financiare a companiilor, este important să se analizeze și caracteristicile structurale ale datoriei, și distribuția sectorială a acesteia.

Activitatea populației pe piața financiară rămâne scăzută. Depozitele bancare domină în structura economiilor populației, ceea ce se datorează, în mare măsură, unui punct de vedere istoric de încredere în bănci vis-a-vis de intermediarii financiari nebancari.

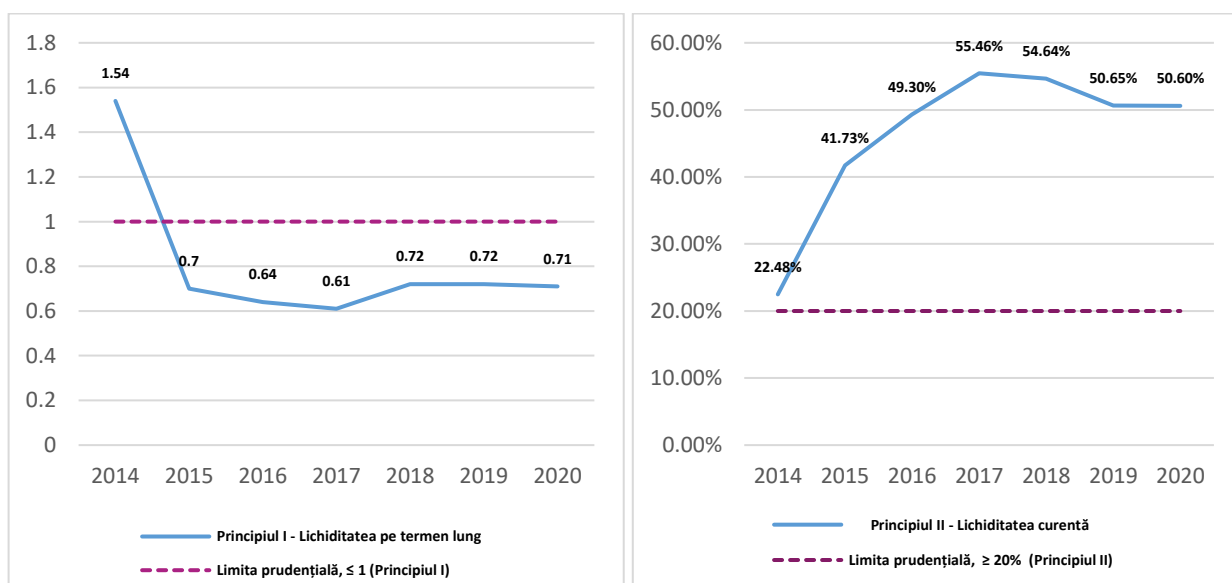
Depozitele persoanelor fizice au cea mai mare cotă în total depozite, modificarea lor având totuși un trend diferit pe parcursul ultimilor șapte ani. Dacă analizăm structura depozitelor, din punctul de vedere al monedei în care se deschide observăm că volumul depozitelor în monedă națională depășește volumul depozitelor în valută, cota parte constituind în jur de 40%, în cazul creditelor în valută această cotă fiind de 35% .

Calitatea activelor este o problemă importantă pentru sustenabilitatea sistemului bancar. Cât privește lichiditatea activelor, valorile acestora au fost permanente la nivel înalt, sistemul bancar moldovenesc caracterizându-se în mare parte, în ultima perioadă, prin excident de lichiditate.

Pe parcursul ultimilor șapte ani (2014-2020), volumul activelor lichide a fost ridicat și caracterizat de fluctuații minore. După falimentul a trei bănci din noiembrie 2014, o criză de încredere a amenințat stabilitatea financiară din Moldova. Pentru a evita o prăbușire a sectorului bancar, BNM a acordat sectorului bancar împrumuturi de urgență în valoare de 13,5 miliarde MDL. În același timp, BNM a intervenit puternic pe piața valutară, pentru a stabili cursul de schimb, când oamenii au început să-și transfere depozitele din lei în valute străine. Ca urmare a acestor evoluții, lichiditatea în exces a venit pe piață (Rubia, et al., 2017).

Indicatorii de lichiditate, pe parcursul ultimilor ani, înregistrează valori care se încadrează cu mult până la limită. Ratele de lichiditate au confirmat reziliența ridicată a sectorului bancar intern la riscul de lichiditate.

Nivelurile ridicate ale valorilor ratelor de lichiditate s-au datorat parțial compoziției activelor instituțiilor de credit. Bilanțurile băncilor conțin o pondere mare a numerarului și a disponibilităților la Banca Centrală: valori mobiliare foarte lichide, pe de o parte, iar pe de altă parte, o bază solidă de depozite cu amănuntul.



**Figura 3.21. Principiul I și II de lichiditate**

**Sursa:** Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

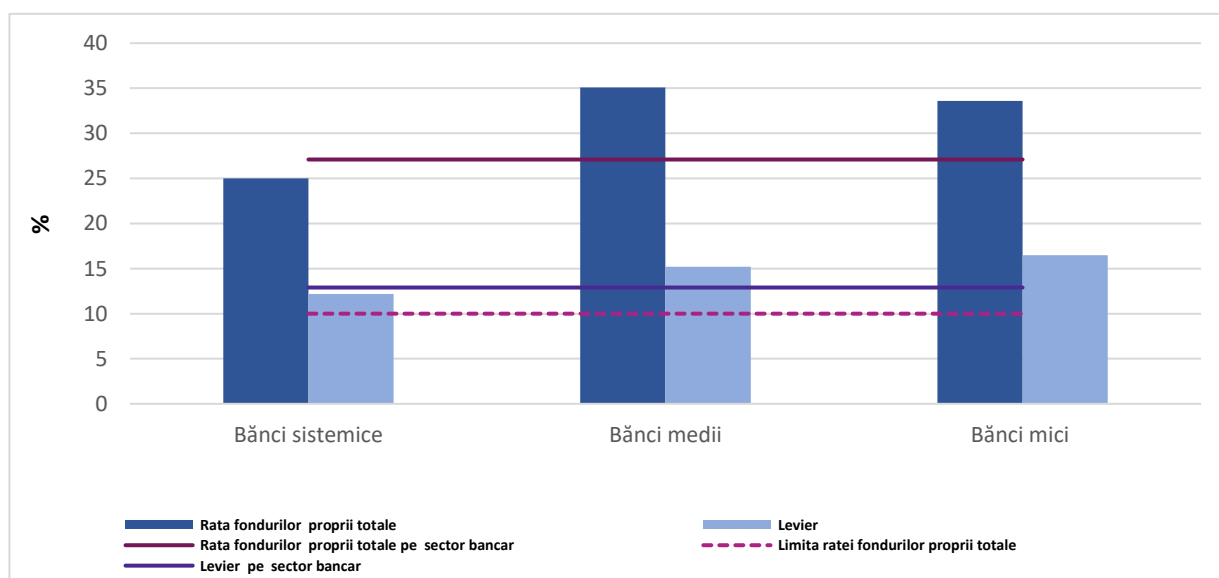
În următorii ani, lichiditatea a rămas în exces, principiile lichidității reflectând această situație (fig. 3.21). Situația creată a solicitat utilizarea instrumentelor de către BNM, pentru a absorbi lichiditatea, ca urmare a acestor acțiuni s-a reușit o comprimare graduală a lichidității. Și lichiditatea curentă atestă cote mari de active lichide și un exces mare de depozite ale clienților față de creditele acordate. Totuși, în ultimii doi ani, se atestă o diminuare a principiului II al



lichidității, ca rezultat al amplificării volumului creditelor acordate sectorului nefinanciar. Și benzile de lichiditate depășesc, cu mult, limita prudențială a BNM.

Din cele relatate, putem constata că sistemul bancar a fost afectat de recesiunea pandemică într-o perioadă cu niveluri ridicate de lichiditate și de capital, ca urmare a cerințelor de supraveghere.

BNM a impus cerințe suplimentare de capital băncilor comerciale. În special, pe de o parte, băncile trebuie să îndeplinească cerințele minime, care sunt: o rată a fondurilor proprii de nivel 1 de bază de 5,5%; o rată a fondurilor proprii de nivel 1 de 7,5%; o rată a fondurilor proprii totale de 10,0%. Și, pe de altă parte, băncilor li se cere să mențină amortizoare suplimentare (de conservare, sistemice și anticiclice), existente în cadrul Pilonului 2: amortizor de conservare a capitalului - 2,5% din quantumul total al expunerii la risc; amortizor anticiclic de capital - între 0% și 2,5%, calibrat în trepte de 0,25 % sau multipli de 0,25 %; amortizor O-SII- de până la 2% din quantumul total al expunerii la risc; amortizor de risc sistemic - în trepte de ajustare graduale sau accelerate de 0,5 % .



**Figura 3.22. Indicatorii solvabilității și levier, după grupuri de bănci (decembrie 2020)**

**Sursa:** Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Dacă vom analiza indicatorii de solvabilitate a băncilor moldovenești, am putea constata că aceștia depășesc cu mult limitele impuse de BNM. Prezintă interes și valorile indicatorilor de solvabilitate, dar și ale levierului, după grupuri de bănci. Astfel, putem constata, că grupul băncilor mici, la ambele categorii de indicatori au valori mai mari și depășesc mediile pe sectorul bancar.

Indicatorii activității sectorului altor corporații financiare denotă o descreștere a performanțelor organizațiilor de creditare nebanară și a asociațiilor de economii și împrumut, în

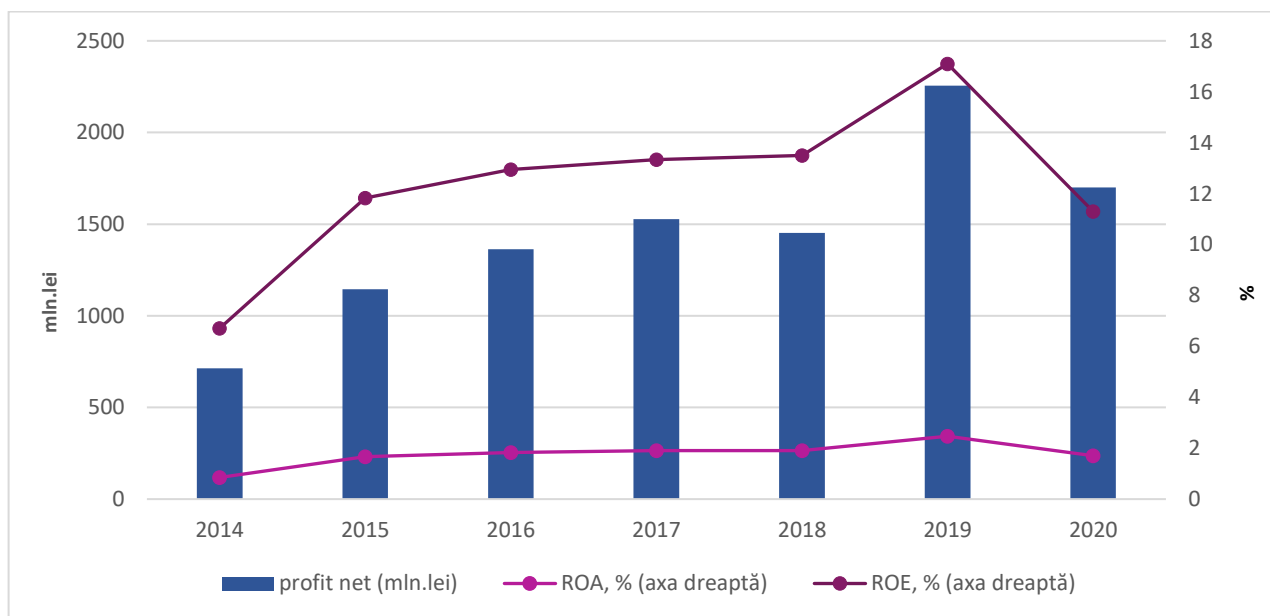
special în anul pandemic 2020 și o creștere continuă a utilizării produselor sectorului de asigurări de către populația din Republica Moldova

**Tabelul 3.5. Indicatorii activității sectorului altor corporații financiare**

Indicatorii	2016	2017	2018	2019	2020
Densitatea, lei/locuitor în asigurări	388.71	406.07	427.94	458.59	550.34
Rentabilitatea activelor ale organizațiilor de creditare nebancară, %	9.6	9.81	8.82	9.3	4.5
Profit net (pierdere netă) ale asociațiilor de economii și împrumut, mil.lei	31.4	40.07	36.48	48.69	37.45

**Sursa:** elaborat de autor în baza datelor: CNPF [online]. Disponibil: <https://www.cnpf.md/ro/publicatiile-cnpf-6302.html>.

În mod tradițional, în Republica Moldova, un avantaj competitiv în atragerea economiilor populației printre instituțiile financiare, le aparține băncilor comerciale, sistemul financiar al Republicii Moldova fiind unul bazat pe bancă (*bank-based*). În calitate de intermediari financiari, băncile, satisfac nevoile agenților economici în investiții, în care sunt transformate, inclusiv, și economiile populației. Astfel, în continuare, ne vom axa, în special, pe eficiența sistemului bancar, activitatea investițională a căruia contribuie nu numai la obținerea de venituri pentru bănci, dar și pentru clienții săi. Eficiența sistemului bancar este una dintre cele mai importante probleme de pe piața financiară, deoarece eficiența băncilor poate afecta stabilitatea industriei bancare și, astfel, eficacitatea întregului sistem financiar.



**Figura 3.23. Indicatorii de rentabilitate ai sectorului bancar**

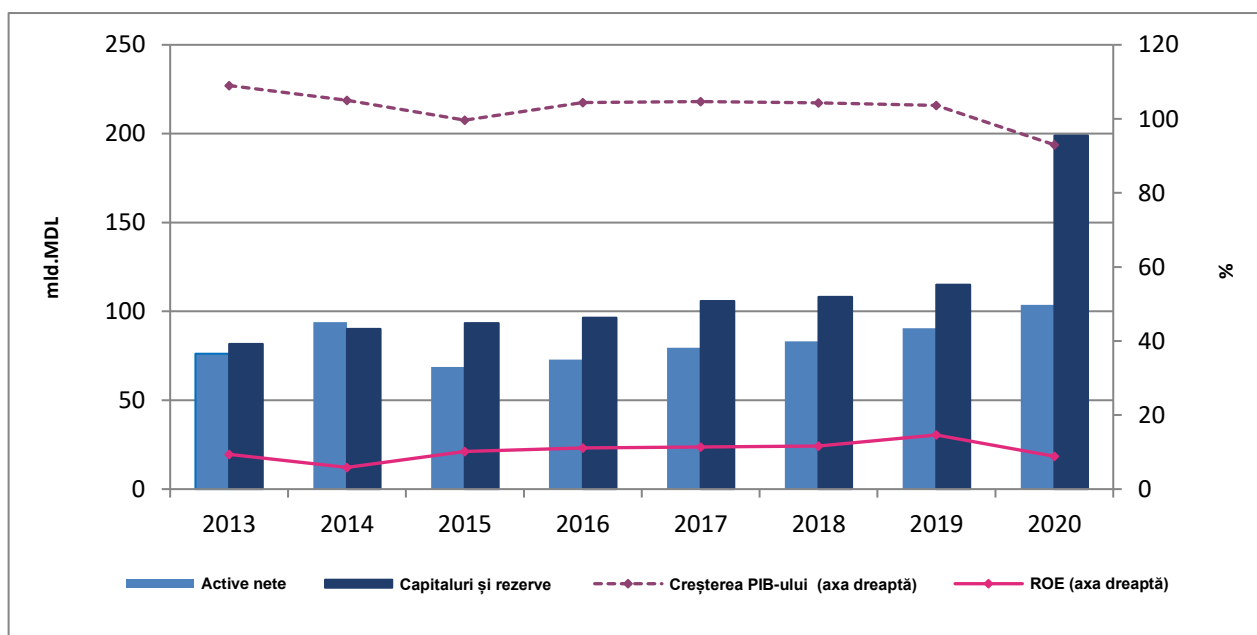
**Sursa:** Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Evaluarea eficienței sistemului bancar este o problemă analitică destul de complicată, care necesită. În continuare, ne propunem să analizăm eficiența sistemului bancar al Republicii

Moldova. Unul din obiectivele cercetării noastre este de a dezvolta un set de instrumente pentru a analiza eficiența sistemului bancar al Republicii Moldova, în contextul adaptării sistemului financiar din Republica Moldova la standardele Uniunii Europene.

Băncile din Republica Moldova obțin venituri, în mare parte, din patru surse: din dobânzi, venituri totale din exploatare, diferențe de curs valutar și de la venituri din onorarii și comisioane. Rezultatul financiar al activității băncii este alcătuit din venitul net pentru fiecare dintre aceste domenii de activitate (venituri minus cheltuieli), ținând cont de costurile de întreținere și de indicatorii suplimentar. Indicatorii eficienței sistemului bancar din Republica Moldova indică următoarele valori ale eficienței ROA-1.7 %, ROE-9.6%, (recordul sistemului bancar moldovenesc în eficiența bancară a fost stabilit în 2007 (ROA-3,91%și ROE-23,97%)). Din figură se observă că indicatorii de eficiență au avut de suferit, ca urmare a crizei pandemice ( fig. 3.22).

În cadrul actual chiar dacă recesiunea indusă de pandemie va fi prelungită în timp, sistemul bancar va fi capabil să compenseze pierderile potențiale și să continue împrumuturile către economia reală, deoarece valorile indicatorilor de solvabilitate în sistemul bancar sunt cu mult peste limită, iar indicatorii de eficiență indică un trend pozitiv.



**Figura 3.24. Indicatorii de bază ai sistemului bancar moldovenesc**

**Sursa:** Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.

Eficiența în sectorul bancar este un subiect pe larg discutat în literatura de specialitate, în special în ultima perioadă, în care s-a intensificat concurența pe piețele financiare. Astfel, au fost depuse eforturi substanțiale pentru perfecționarea analizei sistemelor financiare ale țărilor lumii prin combinarea și actualizarea mai multor seturi de date financiare. Martin Čihák și colegii au încercat să dea răspuns la un șir de întrebări printre care: cum pot fi comparate sistemele financiare din diferite țări și regiuni în timp; cum pot fi empiric caracterizate diversele particularități ale

sistemelor financiare; cum au fost sistemele financiare afectate de criza financiară globală și care sunt tendințele-cheie după criză? Un compartiment aparte a fost dedicat comparării eficienței sistemelor bancare. Astfel, potrivit acestor autori, eficiența este, în primul rând, destinată pentru a măsura costul de intermediere a creditului. Evaluarea eficienței include următorii indicatori: costuri generale în activele totale, marja netă a dobânzii, spread-ul credite-depozite, venituri non-dobândă în total venituri și raportul cost-venit. Variabilele interdependente includ măsuri precum ROA și ROE. În timp ce instituțiile financiare eficiente tind să fie și mai profitabile, relația nu este foarte strânsă (de exemplu, un sistem financiar inefficient poate avea o rentabilitate relativ mare, dacă operează într-o creștere economică, în timp ce un sistem altfel eficient, lovit de un șoc advers, poate genera pierderi). Astfel, Čihák a menționat că acestea sunt măsuri relativ brute de eficiență. Pentru un sub-set de țări, ar fi bine să se calculeze indicii de eficiență pe baza DEA sau a altor metode sofisticate (Čihák, et al., 2016).

Accentul pe eficiența sistemului financiar este pertinentă din două motive. În primul rând, în ultima perioadă există o preocupare permanentă în ceea ce privește performanța economică. Întrebarea-cheie este dacă poate exista ceva în structura sau funcționarea sistemului financiar, care ar putea explica de ce economia unei țări în curs de dezvoltare, cum este cazul Republicii Moldova, poate fi cu performanță mai scăzută în raport cu alte economii avansate.

În al doilea rând, criza financiară globală a evidențiat, modul în care ineficiențele în sistemul financiar pot contribui la vulnerabilități și dezechilibre în timp. În SUA, de exemplu, inovația financiară de credite ipotecare pare că a condus la o alocare fundamentală greșită a resurselor și, în general, a evaluării riscurilor. De altfel, sistemele financiare din multe țări au crescut semnificativ în raport cu mărimea economiei lor, amplificând efectul negativ, atunci când apar probleme în sectorul financiar

## **Capitolul 4. RACORDAREA SISTEMULUI FINANCIAR AL REPUBLICII MOLDOVA LA PROVOCĂRILE SISTEMULUI MONETAR FINANCIAR INTERNAȚIONAL**

*„În economie, lucrurile durează mai mult decât se crede,  
și apoi se întâmplă mai repede decât se credea că ar putea”*  
*Rudi Dornbusch*

Economia mondială câștigă rapid complexitate ca urmare a globalizării, devenind un sistem din ce în ce mai mare, mai interconectat, mai eterogen și mai dinamic. În consecință, riscurile din această lume globalizată diferă de riscurile din trecut în ceea ce privește prejudiciile lor potențiale, dimensiunea lor temporală, sfera geografică, ireversibilitatea daunelor posibile, probabilitatea lor de conflict social și interdependența reciprocă. La rândul lor, aceste noi calități produc, de asemenea, schimbări fundamentale în cerințele pentru strategii de acțiune durabile. Multe decizii de politică economică stabilind precedente, rămân totuși bazate pe principii care nu corespund acestor realități.

În prezent, economia comportamentală și evolutivă, fizica statistică, știința interdisciplinară emergentă a sistemelor complexe și noile modele bazate pe agenți contribuie la o mai bună înțelegere a ordinii economice globale. Întrebarea crucială pentru anii următori va fi dacă și cum vor apărea ideile cercetătorilor în conturarea finanțelor și a politicii economice și dacă aceasta va reuși să dezvolte un model economic și social global durabil, capabil să minimizeze riscurile, să reziste crizelor și să dea generațiilor viitoare oportunitatea de a duce o viață împlinită pe planeta noastră.

### **4.1. Funcționarea sistemului monetar financiar internațional sub incidența metamorfozelor economice globale**

Eforturile colective de reformare a SMFI nu s-au oprit după conferința de la Kingston. După cum a prezis **Edward Bernstein**, FMI și SMFI din prezent sunt foarte diferite de cum erau în 1976 (Bernstein, 1976). DST nu se află în centrul sistemului, iar cursurile valutare flotante sunt mai confortabile pentru sistemele financiare naționale. Membrii FMI au încercat să răspundă la crizele financiare, pentru a satisface necesitățile țărilor în tranziție și pentru a spori atenția asupra stabilității financiare. Cu toate acestea, modificările intervenite au fost răspunsuri ad hoc la nevoile emergente, nu reforme cuprinzătoare în sine ale SMFI. Unul dintre eforturile colective de încercare de reformare a SMFI a fost, la întrunirea a G-20 din 2011. Înaintea summitului de la Cannes a G-20, Michel Camdessus, fost director general al FMI, Alexandre Lamfalussy, fost director general al BIS și președinte al Institutului Monetar European și Tommaso Padoa-Schioppa, fost ministru al economiei și finanțelor din Italia au fondat un grup internațional pentru a elabora o nouă viziune

a ordinii monetare internaționale. Inițiativa rezultată, cunoscută ca *Palais Royal* a fost una cuprinzătoare, dar în esență ignorată de factorii de decizie politică (Boorman and Icard, 2011.). Mai recent, un grup de experți din cadrul FMI, care elaborează studii, ce propun FMI noi politici, explorează opțiuni de reformă sau revizuiesc politicile existente au prezentat o imagine de ansamblu asupra provocărilor cu care se confruntă SMFI (IMF, 2016). Potrivit acestui studiu, SMFI de astăzi constituie o forță majoră. Astfel SMFI a evoluat în ultimele patru decenii pentru a deveni mai puțin prescriptiv, decât predecesorii săi care aveau reguli mai rigide. Într-adevăr, multe dintre caracteristicile SMFI actual - libertatea în alegerea regimului cursului de schimb (cu un rol central de facto pentru dolarul SUA în SMFI), deschiderea majoră a comerțului și a fluxurilor de capital - au oferit mai multă flexibilitate în răspunsul la șocuri și crize. În același timp, această evoluție a coincis cu perioada de globalizare comercială și financiară, cu reducerea sărăciei, creșterea pe scară largă a veniturilor, dar și a inegalității. Totuși criza din 2007/09 a dezvăluit slăbiciuni considerabile în SMFI, care au oferit un impuls reformei. În special, SMFI nu a împiedicat formarea tensiunilor între adoptarea politicilor interne și stabilitatea financiară globală. Mai mult, slăbiciunile în supravegherea financiară au permis acumularea vulnerabilităților. În rezultat FMI, dar și alte instituții și grupuri de țări (FSB, G20) au răspuns, luând măsuri substanțiale pentru revizuirea seturilor de instrumente de supraveghere și împrumut. Cu toate acestea, odată cu adâncirea crizei zonei euro din 2011, factorii de decizie politică și-au concentrat atenția asupra provocărilor politice mai imediate. În prezent, cercetarea sistemelor economice ne apropie de înțelegerea mai profundă a bazelor funcționării economiei, în care progresul tehnico-științific inevitabil generează apariția unor noi tehnologii „înalte”, subramuri informaționale și „noi” piețe financiare calitative.

Mai multe considerații fundamentale sunt focusate în dezbaterile privind forma viitoare a SMFI: în primul rând, capacitatea sistemului de a găzdui puterea economică în creștere și participarea activă a principalelor economii emergente, inclusiv un posibil rol global pentru monedele lor; în al doilea rând, adoptarea de către sistem a mecanismelor instituționale necesare pentru a avansa cooperarea internațională, reducând în același timp riscurile protecționismului, războaielor valutare și conflictelor politice; și în al treilea rând, echitatea distribuțională în promovarea nevoilor și obiectivelor specifice de dezvoltare ale țărilor în curs de dezvoltare cu venituri mici. Semnificația acestor elemente a crescut în ultimii ani, pe măsură ce globalizarea piețelor și industriilor a aprofundat legăturile dintre țări. Totuși **problema centrală în debaterile legate de SMFI este atribuită monedei/monedelor hegemon.**

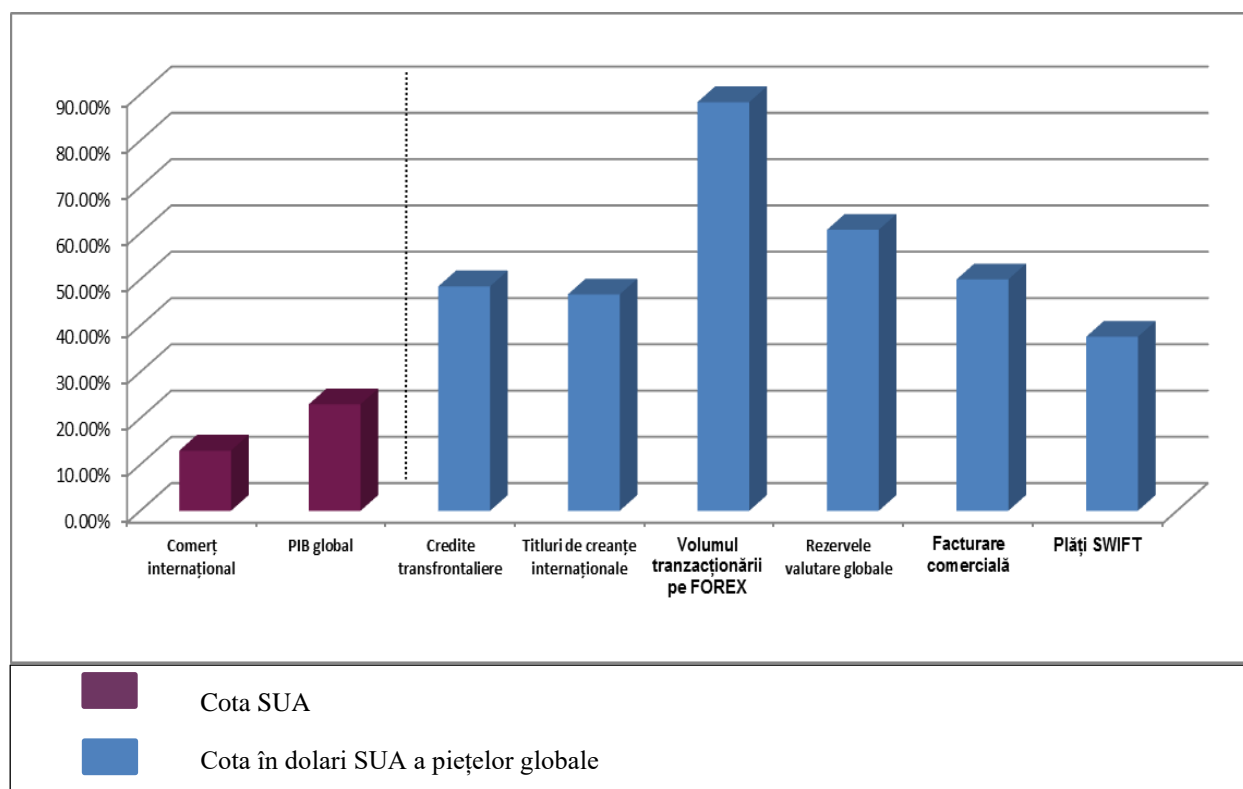
În prezent, dolarul rămâne moneda internațională dominantă. Acesta își păstrează poziția din mai multe motive. Piața financiară din SUA este cea mai lichidă din lume și acest status quo se autoîntărește, deoarece sistemul financiar din SUA este atât de mare, încât investitorii din

întreaga lume își concentrează tranzacțiile pe această piață. Toți ceilalți aspiranți la rolul monedei internaționale dominante au multe deficiențe (Eichengreen, 2010). Economiiile Regatului Unit și ale Elveției nu au dimensiunea și domeniul de aplicare pentru a furniza piețelor scara cerută de SMFI. Economia Japoniei se află periodic în crize și, în trecut, guvernul japonez a descurajat utilizarea internațională a yenului, deoarece acest statut descuraja producția orientată spre export, menținând un curs de schimb „competitiv”. Cât privește EURO, în opinia lui **Benjamin Cohen**, aceasta este o monedă fără țară - produsul unui acord internațional, nu expresia unei singure puteri suverane. Prin urmare, succesul său depinde în mod critic de cooperarea continuă a statelor membre ale UEM, care cu greu poate fi garantată în toate timpurile. Luarea deciziilor descentralizate în rândul guvernelor suverane fără o formă de coordonare este potențial o rețetă pentru dezastru (Cohen, 2011).

Dolarul american în cadrul SMFI actual are rolul central, fiind cea mai importantă monedă de finanțare, cu aproximativ jumătate din toate împrumuturile transfrontaliere și titlurile de creanță internaționale exprimate în dolari SUA. Aproximativ 85% din toate tranzacțiile valutare au loc față de dolarul SUA. Este principala moneda de rezervă a lumii, reprezentând 61% din rezervele valutare oficiale. Aproape jumătate din comerțul internațional este facturat în dolari SUA, iar aproximativ 40% din plățile internaționale se efectuează în dolari SUA.

Rețeaua internațională de finanțare în dolari SUA este imensă, difuză și interconectată. Aceasta constă dintr-un set divers de debitori și creditori care interacționează printr-o serie de intermediari și o varietate de instrumente financiare. Rețeaua internațională de finanțare în dolari SUA este una complexă, dispersată geografic, o mare parte a activității fiind desfășurată în afara Statelor Unite, interconectată, încorporând legături transfrontaliere și intersectoriale lungi și, uneori opace, care transcend jurisdicțiile de reglementare. Totuși peisajul internațional de finanțare în dolari SUA a suferit schimbări considerabile în ultimul deceniu. Astfel non-băncile au devenit furnizori și utilizatori importanți de finanțare în dolari SUA. În afară de aceasta și ponderile geografice s-au schimbat, băncile europene reducând operațiunile în USD, în timp ce băncile non-europene și-au extins operațiunile. Aceste evoluții reflectă un șir de procese: perioada relativ lungă a ratelor dobânzilor scăzute în multe țări cu economii avansate și căutarea concomitentă a randamentelor; reformele semnificative de reglementare care au avut loc după criza financiară globală; schimbările în modelele de afaceri ale băncilor. Activitatea economică și financiară globală depinde de capacitatea finanțării în dolari SUA, a circulației fără probleme și eficiente între utilizatori. Utilizarea internațională largă a unei monede de finanțare dominante generează beneficii semnificative SMFI, dar prezintă și riscuri. Beneficiile provin din economiile de scară și efectele rețelei, care reduc costurile transferului de capital și riscurile sistemului financiar. În același timp, globalizarea financiară, împreună cu rolul dominant al dolarului SUA pe piețele

internaționale, ar fi putut conduce la un comportament mai sincronizat al actorilor din SMFI, cel puțin parțial, deoarece mulți investitori și debitori internaționali sunt expuși față de dolarul SUA. În consecință, este posibil ca șocurile provenite din politica monetară americană, condițiile de credit ale SUA sau creșterile generale ale aversiunii la risc global să fie transmise în SMFI. Aceste dinamici sporesc necesitatea ca participanții să gestioneze riscul reducerilor fluxurilor transfrontaliere.



**Figura 4.1. Rolul USD în economia mondială, 2019**

**Sursa:** (World Development Indicators 2019); (BIS, 2019)

Legăturile transjurisdicționale și intersectoriale lasă piețele de finanțare în USD vulnerabile la blocajele de intermediere. Debitorii și creditorii în USD se bazează, de obicei, pe intermediari. O caracteristică a piețelor internaționale de finanțare în USD este că acestea pot implica mai multe straturi de intermediere, care dau naștere unor lungi și complexe lanțuri de finanțare care produc o interconexiune semnificativă pentru sistemul financiar. Aceste lanțuri de finanțare acoperă sistemele financiare naționale și le adaugă complexitate. În plus, există lanțuri întregi și interconectările lor să nu sunt vizibile.

Interconectarea financiară în creștere, dimensiunea economiei SUA și rolul central al USD în SMFI înseamnă că atât condițiile monetare, cât și cele financiare ale SUA migrează mai ușor către restul lumii. Șocurile sunt transmise - prin rate ale dobânzii, fluxuri de capital și prețuri ale activelor - cu potențialul de a crea provocări pentru stabilitatea economică și financiară. De exemplu, în economiile deschise, intrările de capital pot exercita o presiune semnificativă de apreciere asupra cursurilor valutare și pot mări riscurile din sectorul financiar, provocând



instabilitate financiară și macroeconomică. În țările care au cursuri valutare fixate sau puternic gestionate, intrările de capital pot provoca acumulări de rezerve externe, extinderi ale lichidității interne, presiuni asupra prețurilor activelor interne și creșteri ale volumului de credite. Și cercetările recente sugerează că în economiile cu regimuri variabile ale cursurilor valutare, flexibilitatea lor ar putea să nu izoleze pe deplin politicile monetare de șocurile financiare globale, mai ales atunci când prețurile activelor sunt puternic corelate cu alte instrumente ale piețelor financiare internaționale (Borio, et al. 2011), (Filardo, et al. 2014), (Obstfeld, 2015). Astfel, chiar și în țările cu rate valutare flotante, creșterea valorilor activelor are un efect prociclic asupra împrumuturilor interne, a piețelor de active, iar ignorarea fluctuațiilor mari ale cursurilor valutare ar putea fi costisitoare. Deși astfel de efecte secundare pot fi absorbite mai ușor, atunci când țările se confruntă cu șocuri comune, ele pot reprezenta provocări pentru factorii de decizie politică, atunci când țările se află în diferite etape ale ciclului de afaceri.

Într-un astfel de mediu, compromisul între stabilitatea macro și cea financiară devine mai dificil. *În primul rând*, într-o lume în care condițiile monetare și financiare migrează mai ușor între țări, băncile centrale din țările emergente și țările în dezvoltare, au o capacitate mai mică de a influența ratele dobânzilor interne (în special, pe termen lung), independent de randamentele SUA. *În al doilea rând*, în timp ce regimul cursului valutar este esențial pentru gama de răspunsuri politice disponibile, politica monetară este mai constrânsă să răspundă preocupărilor interne, deși condițiile financiare importate, impun o mai mare concentrare pentru gestionarea macroprudențială. De exemplu, poate fi dificil să abordăm presiunile de supraîncălzire, atunci când o creștere a ratei dobânzii ar putea atrage intrări suplimentare de capital - mai ales, atunci când astfel de fluxuri au fost factori importanți ai creșterii creditului. În consecință, compromiterea între multiplele obiective devine mai dificilă în cadrul instrumentelor disponibile de politică internă. Unele țări au răspuns prin introducerea măsurilor de gestionare a fluxului de capital, deși nu toate au avut succes. Unele dovezi sugerează că gestionarea fluxurilor de capital are mai mult succes dacă se concentrează pe stabilitatea financiară sau pe modificarea compoziției fluxurilor de capital, mai degrabă, decât atunci când se încearcă influența asupra volumul fluxurilor de capital, în scopul reducerii presiunii asupra pieței valutare.

În acest context, este distinctivă poziția lui **Robert Solomon** care consideră că orice SMFI implică gestionarea, într-un fel sau altul, a trei procese: (1) ajustarea pozițiilor balanței de plăți; (2) finanțarea dezechilibrelor de plăți între țări prin utilizarea creditului sau a rezervelor; și (3) furnizarea de bani internaționali (rezerve). În continuare, cercetătorul constată definitoriu o caracteristică aparte a SMFI actual: sistemul este alcătuit din țări independente din punct de vedere politic, dar interdependente din punct de vedere economic și financiar: „Această discrepanță definește funcțiile sistemului monetar internațional în cele mai bune condiții, sistemul acționează

pentru a reconcilia politicile economice conflictuale ale membrilor săi independenți politic” (Solomon, 1982).

Potrivit grupului de lucru al FMI, consolidarea SMFI este o responsabilitate comună și necesită eforturi concertate în trei domenii-cheie: (I) mecanisme de prevenire și ajustare a crizelor; (II) cooperarea globală în probleme și politici care afectează stabilitatea globală; și (III) un GFSN suficient de mare și coerent. Deși multe dintre potențialele idei de reformă au fost discutate în trecut, examinarea lor într-o manieră holistică și cu o perspectivă reîmprospătată a provocărilor actuale ar putea contribui la modelarea unei agende pe termen mediu (IMF, 2016).

*Mecanisme de prevenire și ajustare a crizelor.* Reformele ar trebui să vizeze consolidarea cadrelor politice din țările emergente și în dezvoltare (inclusiv prin *gestiunea fluxului de capital* (capital flow management) și prin măsuri macroprudențiale), pentru a spori rezistența lor în fața presiunilor mari de fluxuri de capital; descurajarea efectului de levier excesiv care îngreunează bilanțurile (de exemplu, prin promovarea finanțării pe termen lung, bazate pe capitaluri proprii și/sau dezvoltarea instrumentelor financiare care permit partajarea riscurilor cu sectorul privat și între țări). Măsurile pentru a asigura o ajustare echitabilă între țări (de exemplu, excedent/deficit, sursă /beneficiar al fluxurilor de capital) vor fi, de asemenea, critice. În plus, având în vedere creșterea rapidă a intermedierei prin operațiuni bancare paralele, care sunt un vehicul major al fluxurilor mari de capital, ar trebui continuate eforturile pentru consolidarea reglementărilor prudențiale și a supravegherii riscurilor sistemice.

*Cooperare globală consolidată* în probleme și politici care afectează stabilitatea globală. Pe măsură ce mai multe țări se integrează, cu un potențial mare de spillovers și cu cicluri financiare mai sincronizate, cooperarea globală devine din ce în ce mai critică pentru funcționarea eficientă a sistemului. Acest lucru, necesită în primul rând angajamentul țărilor de a lua în considerare impactul politicilor lor asupra restului lumii, precum și o cooperare sporită în ceea ce privește gestionarea fluxului de capital și reglementarea financiară.

*Un GFSN suficient de mare și coerent* va fi deosebit de important, deoarece riscurile continuă să crească odată cu integrarea ulterioară. Deși diagnosticul suplimentar este esențial pentru a defini natura exactă a problemelor subiacente în GFSN, este posibil ca opțiunile pentru reformele ulterioare să aibă în vedere asigurarea sprijinului lichidității în timpul evenimentelor sistemice și cooperarea eficientă între diferite straturi ale GFSN, pentru a limita contagiunea potențială. De exemplu, o anumită formă de monitorizare sau semnalizare a politicii de către FMI ar putea facilita o astfel de cooperare, permițând creditorilor să se bazeze pe expertiza FMI în acest domeniu și reducând în general riscul moral din sistem.

Reforma SMFI trebuie văzută pe fundalul unor provocări acute pe care ar trebui să le abordeze. În primul rând, și poate cel mai evident, este cum ar trebui să se realizeze ieșirea ordonată

din dezechilibrele globale existente. Incapacitatea sistemului de a efectua ajustări automate ale dezechilibrelor s-a aflat, în percepția mai multor analiști, în centrul recente crize financiare globale. Astfel că există frica că, fără rezolvarea acestei probleme, crizele viitoare sunt doar o chestiune de timp.

*În al treilea rând*, trebuie să ne referim la reducerea volatilității cursurilor valutare și a consecințelor sale negative asupra fluxurilor comerciale. Facilitarea „extinderii și creșterii echilibrate a comerțului internațional” este unul din principalele scopuri ale FMI.<sup>23</sup> Influența pozitivă a unui SMFI stabil asupra comerțului internațional a fost clară în studiile cercetătorilor susținători ai sistemului. Întrebat recent dacă un curs valutar stabil este mai favorabil comerțului, laureatul Premiului Nobel, **Robert Mundell**, a menționat că ideea de a avea o zonă de liber schimb, atunci când se înregistrează cursuri valutare fixe, nu are sens. Pur și simplu, distorsionează efectul oricărui tip de acord de liber schimb (Shelton, 2010). Nivelurile crescute ale volatilității cursului valutar influențează puternic performanța comercială prin canale precum investițiile interne, variațiile prețurilor relative ale exporturilor (care, la rândul lor, afectează competitivitatea economiilor) și costul accesului la finanțare pentru producție. Valoarea concesiunilor de acces pe piață și a măsurilor de liberalizare a comerțului bazate pe prețuri sunt afectate în mod semnificativ de astfel de variații. Există, evident, o legătură între abordarea primei și celei de-a doua provocări. Dezechilibrele mari într-o lume a fluxurilor de capital libere au contribuit la volatilitatea crescută a cursurilor valutare. Fluctuațiile între monedele de rezervă vor fi, de asemenea, micșorate dacă dezechilibrele vor fi mai mici. Cu toate acestea, baza pentru reducerea dezechilibrelor este un factor determinant pentru stabilitatea sistemului. De exemplu, încercarea de a ajusta dezechilibrele într-un sistem bazat pe USD va avea implicații diferite decât într-un sistem multipolar sau într-un sistem cu un rol consolidat pentru DST.

*În al patrulea rând*, e nevoie de evitat mecanismele de ajustare a efectelor negative asupra ocupării depline, prin păstrarea cererii agregate adecvate și a mecanismelor de ajustare simetrice atât pentru națiunile cu deficit, cât și pentru cele cu surplus. Sistemul actual eșuează, nu în reducerea dezechilibrelor, pentru că mecanismul de ajustare disponibil este, prin definiție, contracțional. După cum a remarcat și **Jose Antonio Ocampo**, tendința „recesionară” a sistemului actual este deosebit de vizibilă în timpul crizelor, când amenințarea cu fuga de capital și/sau lipsa unei finanțări adecvate obligă națiunile să se adapteze, o dilemă cu care nu se confruntă națiunile excedentare (Ocampo, 2010). Tendința contracțională, recesionară sau deflaționistă provine direct din asimetria presiunilor de ajustare, cu care se confruntă țările cu excedent, spre deosebire de cele cu deficit. În timp ce națiunile cu deficit trebuie să se adapteze prin reducerea importurilor și

---

<sup>23</sup> Articles of Agreement of the International Monetary Fund [online]. Art. I(ii). Disponibil: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>

a consumului, națiunile cu excedent nu se confruntă cu presiuni corespunzătoare pentru a le ridica (Carney, 2009).

*În al cincilea rând*, dezvoltarea fără de precedent a inovațiilor în domeniul financiar, dar și evoluțiile legate de digitalizarea la nivelul SMFI va avea un impact semnificativ în viitorul apropiat.

Generalizând cele expuse putem reitera: concurența pentru preeminență în SMFI, în secolul trecut, s-a limitat la monedele emise de țările suverane. Mărimea economică, deschiderea și stabilitatea au fost considerate, mult timp, printre factorii determinanți-cheie ai succesului monedelor internaționale.

Faptul că atracția globală față de yen, euro și renminbi nu a crescut mai puternic este de obicei asociată cu unul sau cu o combinație a acestor factori. De exemplu, în cazul monedei euro, piețele de capital interne fragmentate și absența unui activ sigur european adevărat - unul care asigură stabilitate în perioade economice dificile - ar fi împiedicat utilizarea euro mai pe larg (Cœuré, 2019).

Cu toate acestea, consensul general este că alte valute continuă să se confrunte cu obstacole considerabile în calea deplasării dolarului american în SMFI și că se poate aștepta ca formele sistemului să rămână neschimbate pe termen scurt.

În sfârșit, e firesc să apară și întrebarea, dacă este potențial ca sistemul să se schimbe rapid.

Potrivit marilor cercetători din domeniul științei economice, monedele internaționale, ca și monedele naționale, îndeplinesc cele trei funcții clasice ale banilor - unitate de cont, depozit de valoare și mijloc de plată (Krugman, 1984). În același timp, Barry Eichengreen, constată că nu toate funcțiile sunt la fel de importante, deoarece atât istoria, cât și teoria sugerează că a fi un mijloc de plată este, de facto, funcția principală a unei monede globale (Eichengreen, et al., 2017)

Dacă vom face o incursiune în trecut, vom observa că plățile internaționale erau efectuate în principal de firme, comercianți, bănci și guverne și luau forma tranzacțiilor cu ridicata de către marii jucători de pe piețele comerciale și financiare globale. Acești agenți dețineau, adesea, solduri semnificative exprimate în moneda hegemon și, astfel, își asumau riscul valutar, în condițiile în care considerau că această monedă va rămâne principala unitate de plată globală în viitor. Drept rezultat, inerția în utilizarea monedei internaționale a fost istoric substanțială. Costurile mari de comutare, efectele de blocare și persistența obiceiurilor au fost forțe puternice în favoarea statu quo-ului. În literatura de specialitate, chiar există o dezbatere activă cu privire la cât timp durează până când o monedă principală înlocuiește alta. Consensul este că procesul durează ani, dacă nu și decenii (Chițu, et al., 2014).

În schimb, consumatorii au avut, în general, o expunere și un interes mult mai limitat față de utilizarea monedei internaționale, cu excepția economiilor „dolarizate” sau „euroizate”, în care

dolarul SUA sau euro sunt, sau au fost, mijloace formale sau informale de plată în locul monedei naționale (Calvo, 2002).

O următoare provocare a SMFI este **creșterea rolului piețelor emergente**. Ca grup, economiile emergente și în curs de dezvoltare reprezintă aproape 60 % din PIB-ul global și este factorul determinant al reducerii sărăciei semnificative a sărăciei globale. Doar China a scos peste 600 de milioane de oameni din sărăcie în ultimele trei decenii. Cu toate acestea, după ani de succes, piețele emergente - ca grup - se confruntă acum cu o nouă realitate dură. Ratele de creștere au scăzut, fluxurile de capital s-au inversat, iar perspectivele pe termen mediu s-au deteriorat brusc.

Mai mult, pe baza previziunilor actuale ale FMI, economiile emergente și în curs de dezvoltare vor converge la niveluri de venit ale economiei avansate la mai puțin de două treimi din ritmul care era prognozat cu doar un deceniu în urmă (Lagarde, 2015).

Acest lucru este o problemă nu numai pentru piețele emergente în sine, ci și pentru lumea avansată care a ajuns să se bazeze pe piețele emergente ca destinații pentru investiții și ca clienți pentru produsele sale. De asemenea, implică riscul creșterii inegalității, protecționismului și populismului.

Atât economiile emergente, cât și cele avansate, potrivit Christine Lagarde trebuie să își joace rolul pentru a promova o convergență mai rapidă și mai durabilă. Pentru aceasta, în primul rând, e nevoie de stimularea inovării - prin eliminarea barierelor în calea concurenței, reducerea birocrăției, îmbunătățirea mobilității forței de muncă și investiții mai mari în educație și cercetare. Acest lucru ar dezlănțui energia antreprenorială și ar contribui la atragerea investițiilor private în idei noi, surprinzătoare și utile. În al doilea rând - facilitarea unei mai mari schimburi de tehnologie între economiile avansate și colegii lor emergenți. Acest lucru ar necesita, de exemplu, găsirea unui echilibru mai bun între protecția proprietății intelectuale și diseminarea tehnologiei.

O altă modalitate de a facilita schimbul de tehnologie și know-how este investițiile străine directe. ISD în economiile emergente și în curs de dezvoltare, ca pondere din PIB, este acum mult sub ceea ce era în 2000-2006. Deci, e nevoie de eforturi mai mari pentru a elimina barierele inutile din calea ISD și pentru a înlocui banii fierbinți cu investiții pe termen lung. La fel, trebuie defavorizat partajarea tehnologiei prin promovarea reformelor comerciale.

În timp, ca urmare a fenomenelor complexe petrecute în SMFI, situația s-a schimbat semnificativ. Globalizarea, combinată cu evoluția rapidă a serviciilor online, a susținut cererea consumatorilor pentru servicii de plată, care funcționează dincolo de frontiere și care sunt cu mult mai rapide, mai ieftine și mai ușoare în utilizare. Drept urmare, fluxurile globale de turism, de exemplu, s-au dublat în ultimii 15 ani. Numărul de utilizatori de internet s-a dublat la fel, precum și numărul de utilizatori de telefoane mobile. Costul transferului de date a scăzut considerabil și s-a extins accesul la servicii mai convenabile. În doar zece ani, remitențele globale au crescut cu

peste 50%, în timp ce activitatea de comerț electronic transfrontalier s-a triplat. Ca urmare a luat amploare **fenomenul digitalizării monedelor**.

Este firesc, deci că modalitățile de plată private noi și emergente îi vizează, în principal, pe consumatori și pe angajați, nu pe comercianți, care constituie o categorie mult mai mare decât utilizatorii potențiali, cu efecte de rețea asociate. Aceasta înseamnă că inițiativele digitale existente au fost adoptate mult mai rapid. În acest context este interesant cazul Kenyei, unde M-Pesa a revoluționat plățile, făcând posibilă posibilitatea decontărilor tranzacțiilor cu valoare redusă fără un cont bancar. Volumul tranzacțiilor cu bani mobili din Kenya s-a triplat în mai puțin de șapte ani și, astăzi, reprezintă deja jumătate din PIB-ul țării (Rolfe, 2019). Un alt exemplu în China, Alipay și WeChat Pay: două soluții de plată dezvoltate de firmele bigtech naționale, au atras aproape un miliard de clienți fiecare în mai puțin de zece ani. Serviciile de plată Bigtech reprezintă 16% din PIB în China.<sup>24</sup>

Prin urmare, dovezile disponibile sugerează că, de fapt, costurile de tranzacționare și de comutare sunt mult mai mici în cazul plăților consumatorilor cu amănuntul decât pentru monedele tradiționale utilizate în comerțul cu ridicata și în finanțarea transfrontalieră. Există puține motive, după cum subliniază *Benoit Cœuré*, să credem că astfel de efecte de rețea ar fi mai puțin puternice pentru rețelele globale, făcând posibil ca rivalitatea valutară internațională să devină un concurs mult mai dinamic în viitor (Cœuré, 2020).

Pentru a înțelege care sunt, de fapt, driverile utilizării monedelor internaționale în era digitală, trebuie să punctăm factorii care determină utilizarea internațională a monedei. Reieșind din faptul, că în centrul concurenței, în cazul monedelor internaționale digitalizate, stau consumatorii, setul de factori și importanța relativă a acestora, care vor determina, în cele din urmă, amploarea și domeniul de aplicare al adoptării monedei globale, ar putea fi permanent regândite în urma modificării preferințelor acestora. Totuși, unii factori fundamentali nu se vor schimba.

Stabilitatea prețurilor rămâne o condiție prealabilă pentru ca o monedă să aibă o utilizare pe scară largă, indiferent dacă este digitală sau nu. Din acest motiv, un număr mare de bănci centrale din întreaga lume au adoptat stabilitatea prețurilor drept obiectivul lor principal. Iată de ce crypto-actele instabile, cum ar fi bitcoin, al căror preț în monede fiduciare este extrem de volatil, nu vor putea servi niciodată ca mijloc de plată fiabil (tabelul 4.1). În cele din urmă, moneda cu cea mai scăzută rată a inflației și-ar exclude concurenții (Cœuré, 2020).

Pe lângă stabilitate, confortul este un alt factor important, în special, în cazul consumatorilor finali, care va juca un rol în creștere în era digitală. Toate acestea înseamnă că digitalizarea poate schimba semnificativ modul în care monedele concurează între ele. De

---

<sup>24</sup> Mobile payments worldwide - Statistics & Facts [online]. Disponibil: <https://www.statista.com/topics/4872/mobile-payments-worldwide>

asemenea, rezultă că va deveni mult mai dificil să se prevadă contururile viitoare ale sistemului monetar și financiar internațional.

**Tabelul 4.1. Rata anuală de rentabilitate, Bitcoin (în USD)**

Anul	Prețul de deschidere	Prețul de închidere	Rentabilitatea anuală
2011	0.30	4.72	1473%
2012	4.72	13.51	186%
2013	13.51	758	5507%
2014	737	322	-56%
2015	322	429	33%
2016	429	966	125%
2017	966	13769	1331%
2018	13763	3830	-72%
2019	3832	7208	88%
2020	7208	28990	302.8

**Sursa:** Bitcoin - Bitcoin (Cryptocurrency) [online]. Disponibil: <https://www.upmyinterest.com/fund?tick=Bitcoin>

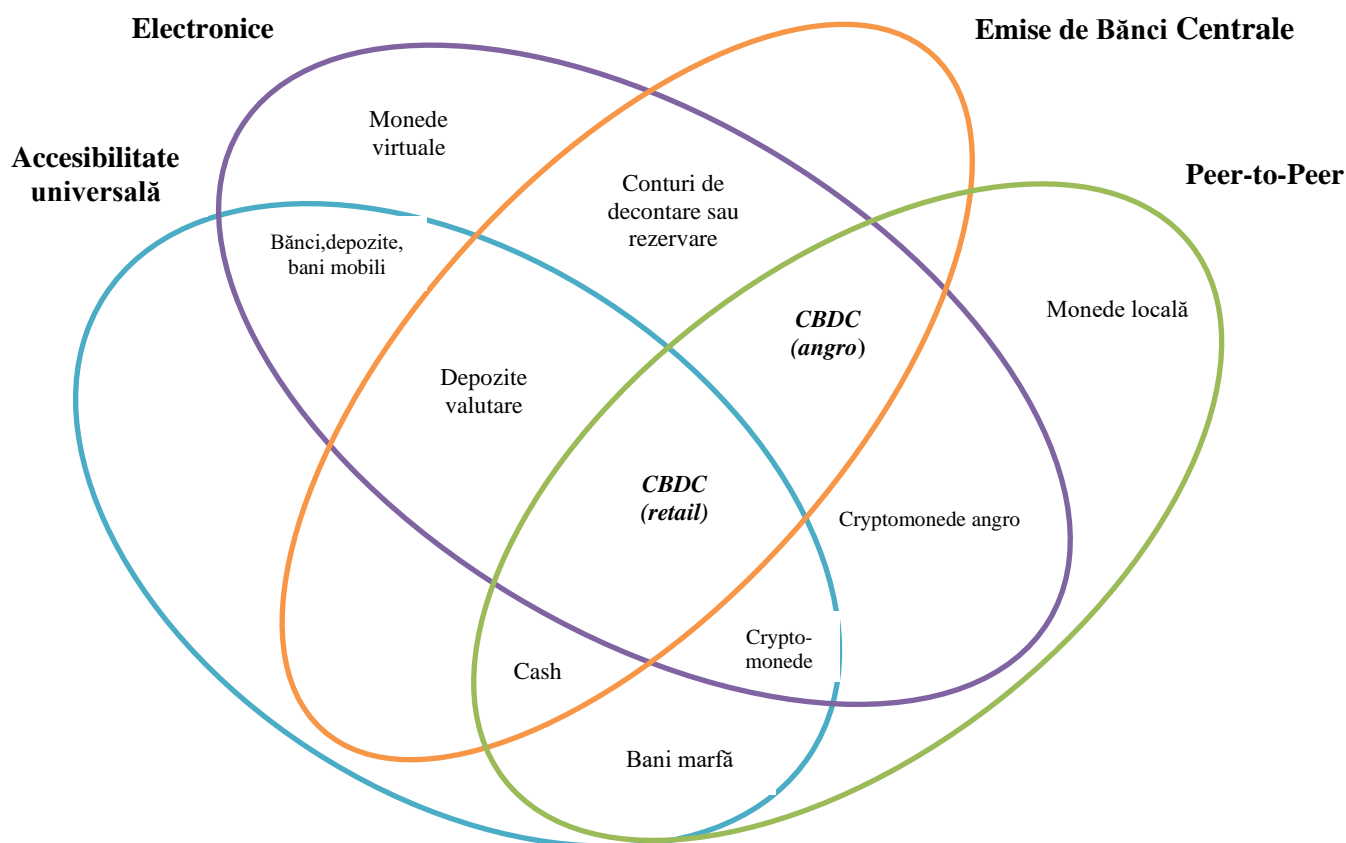
Costurile și beneficiile emiterii unei monede sintetice globale au fost discutate mult în literatura de specialitate, încă de la propunerea Bancor a lui John Maynard Keynes. De fapt, acest proiect nu are nimic de-a face cu noile tehnologii și totuși are legătură cu apetitul pentru cooperarea economică globală, care a fost scăzută de la dispariția sistemului Bretton Woods - mulți ar susține că este și mai scăzută astăzi (Padoa-Schioppa, 2010).

Un alt mare nume în știința economică, Hayek, încă în 1976, a propus crearea unor monede supranaționale competitive, care să fie utilizate în conformitate cu principiile pieței. El considera că este necesar să se permită emiterea de bani către sectorul privat, deoarece banii naționali vor fi întotdeauna bani politici. Dacă anumite monede private s-ar dovedi stabile, consumatorii ar începe să le folosească și să abandoneze complet monedele naționale (Hayek, 1976).

Dacă ne gândim mai bine, apariția cryptomonedelor private este, de fapt, o încercare de a realiza această idee. Totuși nici măcar una dintre multiplele cryptomonede nu a reușit să înlăture monedele naționale, deși viteza cu care se derulează evenimentele actuale indică faptul că acest moment ar putea să nu fie atât de departe.

Fig. 4.2 reprezintă așa-numita „Floare monetară”. Floarea constituie o rețea formată din seturi care definesc diferite forme de bani după următoarele aspect - cheie: emitent privat sau public, bani convertibili sau neconvertibili, formă fizică sau electronică, transfer indirect cu un intermediar sau transfer direct fără intermediar. Spațiul din cadrul seturilor este prezența caracteristicii listate chiar la marginea setului, în timp ce tot spațiul din exterior reprezintă absența acestuia. Este important de acordat atenție diferenței teoretice dintre Bitcoin și cryptomonede convertibile - cu aceleași caracteristici; atunci când vine vorba de transfer și manifestare,

potențialele cryptomonede convertibile ar putea fi schimbate cu alte forme de proprietate prin definiție - depozit sau numerar.



**Figura 4.2. Floarea monetară: o taxonomie a banilor**

**Sursa:** (Bench, and Garratt, 2017).

Cryptomonedele au proprietăți care le fac un mijloc de plată preferabil. Ele oferă un anumit grad de anonim, care este, adesea, comparat cu gradul oferit de numerar (deși anonimatul real diferă între diferite cryptomonede). Plățile nu sunt limitate geografic; compensările și decontările se fac foarte rapid. Datorită vitezei și absenței costurilor de schimb valutar, ele sunt deosebit de potrivite pentru plăți transfrontaliere. Cryptomonedele ar putea fi împărțite în părți foarte mici, ceea ce le face adecvate pentru microplăți, așa că este de așteptat ca acestea să fie mai aplicabile într-un model economic modern, bazat pe servicii.

Aproape toate cryptomonedele utilizate în acest moment au o ofertă controlată. Un exemplu este Bitcoin, al cărui algoritm este programat pentru a crește cantitatea de monede la o rată constantă, care se înjumătățește la fiecare patru ani. Alții au o ofertă complet constantă, care ar putea fi absolut limitată sau nelimitată. Ca urmare a acestor particularități, cryptomonedele tind să creeze efecte deflaționiste. Într-un model economic care se bazează pe cryptomonede cu astfel de caracteristici, cel mai mare risc ar fi un risc deflaționist. Cryptomonedele controlate de algoritmi nu au instrumentele necesare pentru a răspunde la șocurile cererii și nici pentru a îndeplini funcția de creditor de ultimă instanță.



Cryptomonedele nu au încă, în prezent, capacitatea de a pune în pericol SMFI. Acest fapt nicidecum nu înseamnă că apariția lor este complet irelevantă pentru „creatorii” politicilor monetare. Dacă se ia în considerare maturitatea pieței și creșterea constantă a numărului de participanți, se poate concluziona că, la un moment dat în viitorul apropiat, cryptomonedele ar putea afecta anumite aspecte ale politicii monetare. Băncile centrale din țările cu monede naționale instabile ar întâmpina astfel de probleme înaintea altora (ceva similar s-a întâmplat deja în Venezuela). Cauzele acestui comportament nu trebuie neapărat să aibă o natură monetară – spre exemplu, persoanele fizice pot alege să-și transfere activele în cryptomonedele private din motive de confidențialitate pentru a evita urmărirea tranzacțiilor. În acest caz, chiar și băncile centrale din țările cu monede stabile ar putea întâmpina probleme. O reducere sau o pierdere completă a influenței asupra politicii monetare ar duce la aprofundarea problemelor economice. Abordarea de bază împotriva pierderii controlului monetar este de a realiza o politică monetară principială, responsabilă și neclintită. Menținerea neutralității băncilor centrale și depolitizarea politicii monetare sunt condiții instituționale clare. În același timp, banca centrală trebuie să fie deschisă noilor idei și tendințe. Presiunea crescândă a cryptomonedelor private acceptate, nici într-un caz nu va fi rezolvată prin ignorarea realității sau prin simpla interzicere a utilizării lor. După o analiză adecvată, ar trebui să se stabilească, indiscutabil, care e cota parte a cryptomonedelor cu adevărat utilizate pentru activități criminale și teroriste. Prin urmare, ar fi necesar de elaborat un set de măsuri de prevenire a unui astfel de comportament, pentru a opri mistificarea suplimentară a cryptomonedelor private. În acest moment, emiterea propriilor bani electronici pare a fi soluția finală pentru băncile centrale. Acestea nu ar trebui neapărat să fie aproape din punct de vedere tehnologic de cryptomonedele actuale. Trebuie să fie un fel de „stablecoin”, adică trebuie să se bazeze pe un protocol adaptabil. Afirmările anterioare, conform cărora cryptomonedele globale nu ar putea fi ajustate, în mod egal, la fiecare monedă națională, sunt în favoarea acestei idei. Odată cu emiterea propriilor bani electronici, statele ar evita posibilitatea apariției unui puternic emitent privat sub forma unui consorțiu de companii IT, site-uri web și bănci. De asemenea, aceștia ar asigura realizarea „seigniorajului digital”, care ar putea finanța activitățile lor ulterioare. Reieșind din instabilitatea CBDC, relația dintre capitalizarea de piață, agregatele monetare și valoarea totală a tranzacțiilor s-ar putea modifica semnificativ săptămânal. Toți indicatorii referitori la cryptomonedele ar trebui să fie legați strict de perioada de timp, în care au fost determinați și nu ar trebui să fie considerați stabili. În ceea ce privește analiza cryptomonedelor, în concordanță cu politica monetară, cercetarea ar trebui înțeleasă ca un set de ipoteze care ar putea fi modificate sub influența complexității.

Realitățile dezvoltării SMFI ne indică faptul, că peste câțiva ani, industria financiară va fi complet transformată. Aceste evoluții implică punctarea unor măsuri substanțiale, care să fie

întreprinse, astăzi, de instituțiile SMFI, pentru a asigura un rezultat pozitiv al transformărilor. Dacă nu este bifat, impactul acestor forțe asupra alegerii clienților, a gamei furnizorilor și a nivelului riscurilor din sistem se va înregistra un colaps financiar.

În concluzie, putem constata că dezmembrarea sistemului de la Bretton Woods nu a fost însoțită de adoptarea unor instrumente alternative solide sau de reguli comune pentru gestionarea economiei globale. Nu a fost creat niciun echivalent ca standardul aur de dinainte de Primul Război Mondial sau ca standardul de dolari cu rată fixă de după cel de-Al Doilea Război Mondial. Ordinea monetară internațională de după Bretton Woods a avut două caracteristici de bază: în primul rând, a stabilit piața drept responsabilă pentru determinarea cursurilor valutare; în al doilea rând, a instalat dolarul (o monedă pur „națională”) ca standard global. Aceste două caracteristici – cursurile valutare flotante și dolarul ca standard global, după cum a menționat *Tommaso Padoa-Schioppa* - nu au fost introduse prin design și nu s-au bazat pe un fundal de cercetare economică, accesibil de a fi comparat cu cel care stă la baza politicilor monetare interne și nici nu ar fi fost stipulate prin acord internațional. Ambele au fost adoptate, în mare măsură, în mod implicit. (Padoa-Schioppa, 2010).

Totuși trebuie să menționăm că au fost, cel puțin, trei încercări semnificative de construire a unui sistem mai consistent, dar care au eșuat: Comitetul celor douăzeci în 1972-74, proiectul contului de înlocuire în 1978-80 și Acordul Plaza-Louvre în 1986-87. Deoarece niciuna dintre aceste încercări nu a reușit să reconstruiască un regim monetar consistent și universal acceptat, economia globală a rămas, pur și simplu, fără niciun fel de ordine monetară. În acest vid, funcțiile de bază ale banilor au fost realizate printr-o combinație aleatorie de aranjamente și instrumente locale, mecanisme și inițiative de piață, cooperare slabă între autoritățile naționale, ocazional prin acțiuni coordonate și prin interacțiunea dezordonată a politicilor naționale. Bineînțeles, procesul tumultuos de globalizare nu a putut fi oprit până la sosirea unor aranjamente mai bune și a fost condus de forțe atât de puternice, încât a continuat să avanseze ani de zile, în ciuda neajunsurilor cadrului existent. Corporațiile, instituțiile financiare și autoritățile naționale nu au reușit să construiască un nou sistem. Pur și simplu, s-au luptat cu instrumentele, aranjamentele și instituțiile disponibile, conchide în continuare Tommaso Padoa-Schioppa.

În realitate, faptul că atât de multe funcții ale banilor au fost îndeplinite de o monedă pur națională, cum ar fi dolarul, a permis, de asemenea, atât actorilor publici, cât și celor privați să folosească acest fapt în avantajul lor în mai multe moduri.

În final parafrazându-l pe Tommaso Padoa-Schioppa am putea sesiza că în același mod cum a fost introdus dolarul ca standard global (nu prin design și nici nu prin acord internațional) se va trece în timp și la alt standard, care cu siguranță va fi unul digital.

Din păcate, în ultima perioadă provocările și constrângerile din SMFI nu s-au rezumat doar la cele care au fost de până la anul 2020. Astfel dacă să ne referim atât la economia mondială, cât și la economiile naționale ale statelor lumii, principalul punct pe ordinea de zi începând cu anul 2020 este criza sănătății, provocată de **COVID 19**.

În contextul cercetării pandemice în domeniul economiei, prezintă un mare interes studiile lui Yaneer Bar-Yam, președintele fondator al New England Complex Systems Institute (o instituție independentă de cercetare, care studiază știința sistemelor complexe) și aplicațiile sale din lumea reală, care este, totodată, și expert în analiza pandemiilor.

Potrivit acestuia pandemiile sunt un câmp natural de studiu pentru oamenii de știință din domeniul sisteme complexe, deoarece multe dintre principalele idei ale disciplinei - inclusiv teoria rețelilor, neliniaritatea, haosul, proprietățile emergente, adaptarea și non-ergodicitatea - pot fi puse în aplicare direct pe analiza bolilor infecțioase și răspândirea acestora (Bar-Yam, 2021).

Care este diferența dintre orchestrarea unei aterizări pe lună și eliminarea unui virus, se întreabă Yaneer Bar-Yam? Explorarea spațiului are loc prin efortul concentrat al unui grup mic de oameni. Gestionarea unei pandemii necesită implicarea tuturor. Este vorba despre comunitate.

Virusul în sine este o problemă biomedicală, dar pandemia este o provocare politică și de mediu. Am avut dreptate în domeniul științei, dar politica noastră a fost fracturată, iar capacitatea comunității noastre de a aplica știința a scăzut. Aveam cunoștințe și instrumente, pentru a elimina pandemia, dar nu le-am putut folosi (Bar-Yam, 2021).

Criza COVID-19 a sporit dependența și, probabil, va fi un catalizator la trecerea către digitalizare. Acest lucru va spori vulnerabilitatea potențială a sistemului financiar la întreruperile operaționale și amenințările cibernetice.

Potrivit lui Barry Eichengreen, COVID-19 este un accelerant puternic al tendințelor deja dominante ale digitalizării. Printre tendințele proeminente deja prevalente înainte de pandemie se numără mișcarea tranzacțiilor online și digitalizarea acestora - o mișcare care se desfășoară, chiar mai rapid acum (Eichengreen and Gros, 2020).

Printre evoluțiile tehnologice accelerate de COVID-19 se numără, în special, apariția monedelor digitale. Acestea sunt de trei tipuri. Primul tip include cryptomonedele tradiționale, cum ar fi Bitcoin, care sunt prea volatile pentru a concura cu dolarul și cu alte fonduri susținute de guvern ca vehicule pentru tranzacții transfrontaliere. Al doilea tip este format din monedele stabile, cum ar fi moneda propusă de Facebook Libra, care ar fi ancorată de USD, EUR sau alte monede susținute de guverne și ar opera pe un blockchain privat permis. Aceste monede digitale pot fi fragile (chiar dacă parțial colateralizate) sau prohibitive de la scară la scară (dacă sunt complet colateralizate). De asemenea, acestea nu prevăd niciun împrumut de ultimă instanță, deci sunt susceptibile la probleme de lichiditate. Al treilea tip se constituie din CBDC. CBDC, bineînțeles,

nu numai există, dar se extind în continuare: băncile centrale deschid conturi angro și tranzacționează electronic cu instituțiile financiare calificate. CBDC-urile extinse ar permite băncilor comerciale să stabilească direct între ele relații de plăți interbancare, folosind banii băncii centrale, mai degrabă decât compensarea prin banca centrală. Acestea ar putea implica conturi de vânzare cu amănuntul la banca centrală pentru persoane fizice sau portofele electronice individuale, în care moneda băncii centrale ar putea fi depusă digital. Însă lansarea efectivă ar necesita rezolvarea problemelor dificile, astfel ca securitatea și dezintermedierea sistemului bancar, impactul asupra comerțului, dar și răspunsul la simpla întrebare privind cine vor fi utilizatorii acesteia.

În contextul dezvoltării ulterioare a SMFI, în prim-plan, apare întrebarea cum va afecta implementarea efectivă a CBDC-urilor SMFI. Bineînțeles, că emiterea CBDC de către Statele Unite, zona euro sau China ar putea spori, marginal, utilitatea și atracțiile monedelor respective și, prin complementaritățile funcționale descrise mai sus, vor consolida statutul internațional al acestor monede. Dintre cele mai importante bănci centrale, Banca Populară Chineză (PBOC) se îndreaptă cel mai rapid către emiterea unui CBDC, pilotând programul în orașul Suzhou, plătind angajaților guvernamentali jumătate din subvențiile de călătorie în monedă digitală. Acest pilot ar putea fi extins la alte categorii de angajați și orașe și, în cele din urmă, la plăți transfrontaliere. În octombrie 2020, adjunctul guvernatorului PBOC, Fan YiFei, a prezentat o actualizare a CBDC din China, spunând că a fost utilizat în peste 3,13 milioane de tranzacții cu o valoare de aproximativ 1,1 miliarde de yuani (162 milioane de dolari). Fan YiFei a mai spus că au fost create 113.300 de milioane de portofele pentru consumatori, precum și 8.800 de portofele corporative și că PBOC a descoperit 6.700 de cazuri de utilizare diferite pentru DC/EP. Interesant este faptul că anunțul se îndepărtează de numirea monedei digitale „DC/ EP”, denumirea oficială a monedei digitale a băncii centrale a Chinei. În schimb, se referă, pur și simplu, la monedă ca „renminbi digital”<sup>25</sup>. În același timp, sondajele realizate printre comercianții din alte state, printre care Coreea de Sud, indică rezerve cu privire la acceptarea unui CBDC chinez; agenții chestionați pun sub semnul întrebării anonimatul și securitatea unor astfel de tranzacții. Acest lucru sugerează, din nou, că un CBDC chinez nu ar schimba jocul (Eichengreen and Gros, 2020).

Un punct de vedere original a fost sugerat de **Mark Carney**, și anume crearea unui coș de CBDC - o „monedă hegemonică sintetică” - ca bază pentru tranzacțiile monetare internaționale. Acest lucru seamănă cu o versiune digitală a DST ale FMI, care sunt, în mod similar, o monedă - coș. O monedă hegemonică sintetică ar trebui totuși să depășească aceleași obstacole, care au împiedicat utilizarea comercială a DST și crearea unui DST sintetic de către o instituție sau

---

<sup>25</sup> China's latest CBDC airdrop [online]Disponibil: <https://coingeek.com/chinas-latest-cbdc-airdrop>

instituții financiare de vârf: coșul este arbitrar, valoarea sa ar fluctua față de unitățile naționale, din care tranzacțiile interne sunt efectuate, și nu ar exista un creditor de monedă hegemonică sintetic unificată și furnizor de lichidități de ultimă instanță (Carney, 2019).

Un alt domeniu important, care ar putea provoca turbulențe în SMFI, este interacțiunea dintre tehnologie și servicii financiare - **FinTech**. În perioada pre-COVID-19, a existat o creștere a interesului la nivel internațional în dezvoltarea de noi plăți și tehnologii de creditare, inclusiv plăți digitale, valute și platforme de creditare online, uneori, furnizate de furnizori nebancari. Aceste inițiative promit reducerea costurilor și îmbunătățirea accesului, pentru a finanța un număr mai mare de gospodării și întreprinderi sub-deservite. Cu toate acestea, ca și în cazul oricărei inovații financiare aceste inițiative dau naștere la noi seturi de risc de stabilitate financiară, precum și la noi oportunități. Pe lângă o monitorizare intensificată a acestor riscuri, ar putea fi necesară o regândire și o reformă a structurilor de reglementare necesare care ar conține, inclusiv frontiera adecvată între activitățile bancare și cele nebancare atunci când se stabilesc standarde de reglementare și se oferă acces la băncile centrale.

Dezvoltarea rapidă a fenomenelor digitalizării monetare și FinTech conferă SMFI o complexitate și mai mare. Reieșind din faptul că SMFI este un subsistem al economiei mondiale, complexitatea lui nu poate fi analizată separat de complexitatea economică.

Complexitatea economică este calculată de Centrul de Dezvoltare Internațională al Universității Harvard prin intermediul Indicele Complexității Economice (ECI). Acest indice este o măsură a cunoștințelor productive ale unei societăți și ilustrează complexitatea economiilor pe baza cantității și a complexității produselor exportate, precum și frecvența exporturilor.

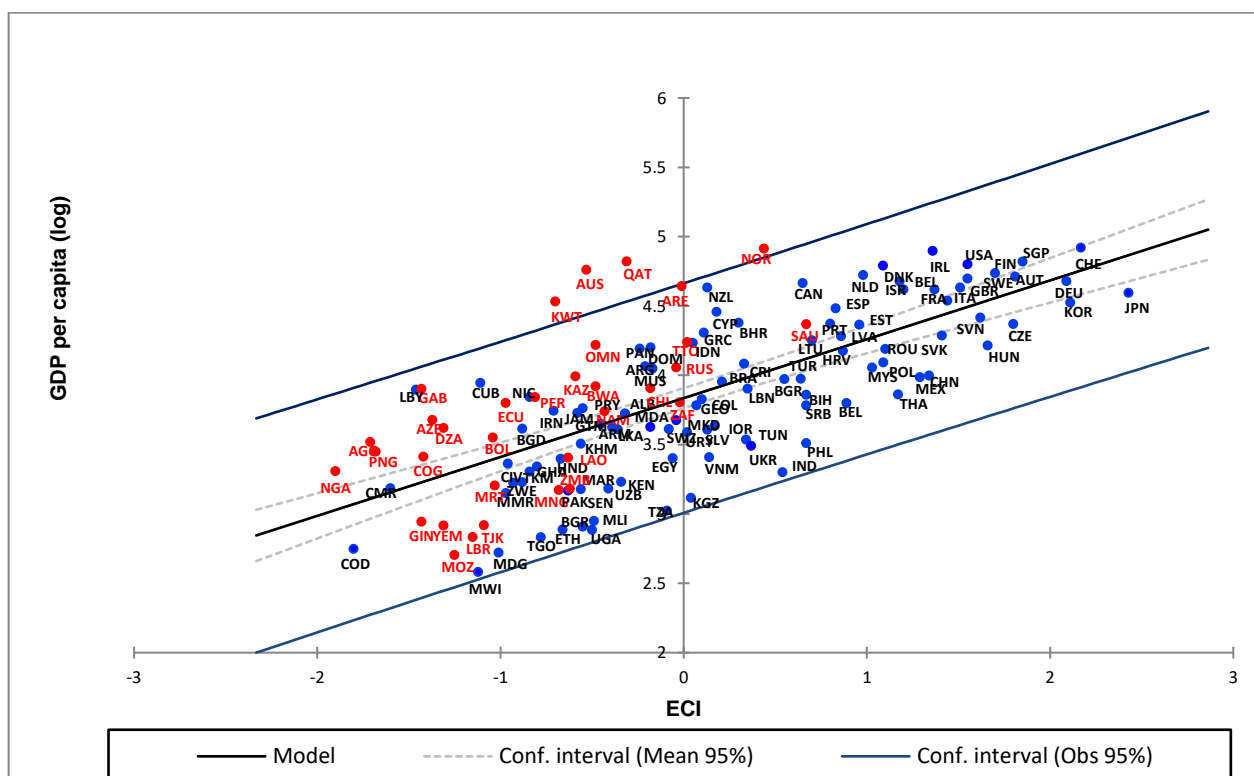
Economiile complexe pot produce cantități mari de cunoștințe relevante, în rețele mari de indivizi, pentru a genera diverse produse bazate pe cunoaștere. În schimb, economiile mai simple au o bază mai restrânsă de cunoștințe productive și, prin urmare, generează produse mai puține și mai simple, prin rețele mai mici de interacțiune. Indivizii sunt limitați în ceea ce știu, iar singurul mod în care societățile își pot extinde baza de cunoștințe este de a facilita interacțiunea indivizilor cu seturi de cunoștințe din diferite rețele de organizații și piețe complexe. Prin urmare este necesară o complexitate economică sporită pentru ca o societate să poată deține și utiliza o cantitate mai mare de cunoștințe productive. De aici rezultă, posibilitatea evaluării complexității prin combinația de produse pe care țările sunt capabile să le producă (Hausmann, et al., 2013).

Complexitatea economică este legată de nivelul de prosperitate al unei țări. Relația dintre PIB pe cap de locuitor și complexitate este totuși mai profundă decât o simplă dependență între două variabile. Pentru a vedea acest lucru, trebuie să reținem că această relație este strânsă, dar nu perfectă (varianța 71,4% ). Din fig. 4.3., putem observa că unele țări sunt peste linia roșie, iar altele

se află mai jos de ea. Întrebarea care poate apărea este dacă lacunele sunt doar o greșeală a teoriei sau conțin informații despre direcția în care se îndreaptă țările.

Țările a căror complexitate economică este mai mare decât ne-am aștepta, având în vedere nivelul lor actual de venit, tind să crească mai repede decât cele „prea bogate” pentru nivelul lor actual de complexitate economică. În acest sens, complexitatea economică nu este doar un indiciu sau o expresie a prosperității: este un factor determinant.

În fig.4.3 cu roșu sunt marcate relațiile dintre venitul pe cap de locuitor și indicele complexității economice (ECI), pentru țările în care exporturile de resurse naturale sunt mai mari de 10% din PIB, și cu albastru sunt țările în care exporturile de reprezentă mai puțin de 10% din PIB (albastru). Pentru ultimul grup de țări, ECI reprezintă 78% din varianță. Țările în care nivelurile exporturilor de resurse naturale sunt relativ ridicate tind să fie semnificativ mai bogate decât s-ar aștepta, având în vedere complexitatea economiilor lor, totuși ECI se corelează și cu veniturile pentru grupul respectiv.

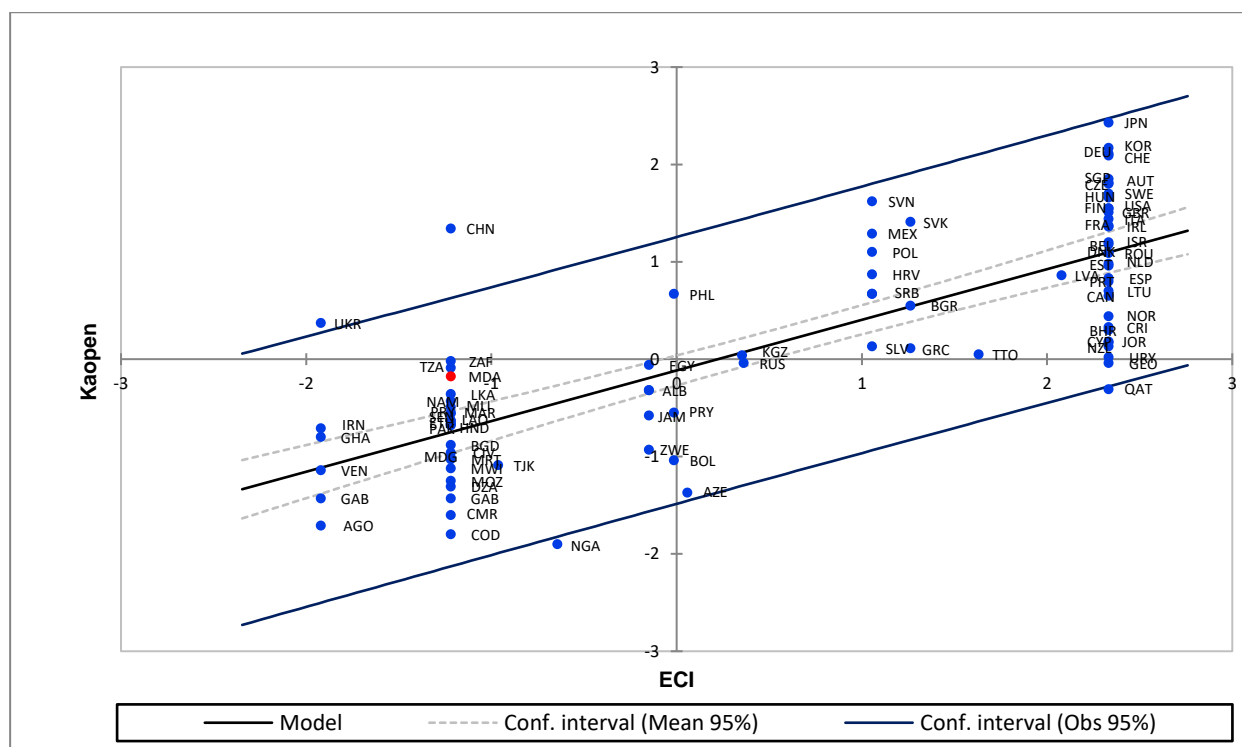


**Figura 4.3. Interdependența dintre PIB pe cap de locuitor (log) și Indicele Complexității Economice (ECI), anul 2019**

**Sursa:** *elaborat de autor* în baza datelor: World Development Indicators 2020 [online]. Disponibil: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>; The atlas of economic complexity [online]. Disponibil: <https://atlas.cid.harvard.edu>.

Pentru a înțelege interconexiunile dintre complexitatea economiei mondiale și complexitatea SMFI, vom încerca să calculăm interdependența dintre indicele complexității economice și indicele deschiderii financiare a economiilor lumii. Relația dintre deschiderea

financiară și complexitatea economică este una strânsă, varianța constituind 74,4%. Astfel, putem constata că țările cu o economie mai complexă au și o deschidere financiară mai mare (fig. 4.4).



**Figura 4.4. Relația dintre Indicele Deschiderii Financiare și Indicele Complexității Economice (ECI), anul 2019**

**Sursa:** *elaborat de autor* în baza: The Chinn-Ito Index [online]. [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm); The atlas of economic complexity [online]. Disponibil: <https://atlas.cid.harvard.edu>.

În concluzie, este necesar să menționăm impactul sistemic, pe care creșterea complexității atât a sistemului financiar, cât și a produselor sale financiare îl au asupra creșterii economice și stabilității macroeconomice. Complexitatea financiară mai ridicată în unele situații poate fi în detrimentul unei fragilități financiare sporite, a unui sistem economic mai predispus la criză și a nivelurilor în creștere a veniturilor și a inegalității bogăției. Totodată, unii cercetători susțin că, de fapt, creșterea complexității nu implică întotdeauna consecințe pozitive pentru bunăstarea economiei. Acest lucru este valabil, mai ales, atunci când vine vorba de inovații financiare și complexitate financiară (Botta, et al., 2019).

O ultimă lecție-cheie din această criză, pentru funcționarea SMFI constă în sublinierea, încă o dată, a importanței cruciale a rezilienței financiare și, în special, a sectorului bancar pentru economie. Criza COVID-19 ar fi fost mult mai gravă din punct de vedere economic și financiar, dacă sectorul bancar ar fi fost un transmitător de șocuri (așa cum a fost acum un deceniu), mai degrabă decât un amortizor de șocuri (așa cum a făcut-o și de data aceasta) din cauza lipsei de rezistență (Giese and Haldane, 2020).

Evoluția fenomenul mondo-financiar în perioada post COVID-19 este greu de prognozat. Totuși, în revistele de specialitate, cercetătorii explorează, în general, patru căi de dezvoltare posibile (Murau., et al., 2020).

Aceste două direcții pot fi clasificate, la rândul său, în două grupuri (câte două scenarii în fiecare grup): primul grup presupune că SMFI nu se va prăbuși și va rezista la schimbare, deoarece nu exista suficientă instabilitate sistemică și haos. Astfel, SMFI va continua să evolueze în rezolvarea crizelor cu instrumentele sistemului existent, la fel cum s-a întâmplat în 2008.

Celălalt grup presupune că SMFI va atinge pragul, unde nu mai este capabil să emită toată materia, energia și informațiile primite și să expulzeze reziduurile și se va ajunge la punctul de bifurcație.

Posibilele scenarii sunt următoarele:

1. o continuare a hegemoniei actuale a dolarului SUA;
2. coexistența unor blocuri monetare concurente;
3. apariția unei federații monetare internaționale;
4. anarhia monetară internațională.

Singurul scenariu, în care cryptomonedele au o importanță mai mult decât marginală este al patrulea scenariu. Dependența puternică a SMFI față de USD, face puțin probabil ca moneda crypto să apară ca o alternativă veritabilă - cu excepția cazului în care, desigur, sistemul actual explodează.

Pe post de concluzii vom prezenta sugestiile fostului guvernator al Băncii Angliei, Mark Carney, la Jackson Hole Symposium 2019. În discursul său, Mark Carney, a constatat că, 20 de ani în urmă, tema acestui simpozion era „Noi provocări pentru politica monetară”, iar predecesorul său, **Mervyn King**, a fost unul dintre raportori. Reflecțiile sale s-au referit la meritele ținerii inflației și la cursurile valutare flexibile. Aplicațiile în practica monetară a programului de acțiuni elaborat de comunitatea monetară internațională au contribuit foarte mult la îmbunătățirea rezultatelor economice din întreaga lume. Dar pe de altă parte, în aceeași perioadă, deficiențele SMFI au devenit din ce în ce mai puternice. Chiar și o cunoaștere superficială a istoriei monetare sugerează că acest centru nu va rezista în timp. Trebuie să identificăm, a constatat Mark Carney, provocările pe termen scurt, mediu și lung, pe care le creează acest SMFI pentru cadrele instituționale și conduita politicii monetare din întreaga lume. Discursul său a fost încheiat prin citarea sugestiei lui **Ben Bernanke**: să se pună capăt neglijenței maligne a SMFI și să se construiască un sistem demn de o economia globală diversă și multipolară, care se dezvoltă sustenabil (Carney, 2019).



## **4.2. Poziția externă a Republicii Moldova în fața provocărilor sistemului monetar financiar internațional**

Globalizarea economică din perspectiva fenomenului mondo-financiar influențează puternic tendințele istorice ale finanțelor internaționale prin două fenomene: integrarea financiară și dezvoltarea tehnologică. Aceste forțe de bază au modelat evoluția finanțelor internaționale de secole. Integrarea globală a piețelor monetare și de capital constituie esența finanțelor internaționale; prin astfel de canale, puterea de cumpărare asupra resurselor reale este transferată, astăzi, din zonele lumii, în care ratele de rentabilitate preconizate sunt mai mici, în zonele lumii, în care ratele de rentabilitate preconizate sunt mai mari. Acest proces, la rândul său, este facilitat de modificările tehnologice, care au ajutat la accelerarea nu numai a fluxului de fonduri, ci și a fluxului de informații despre oportunitățile de investiții.

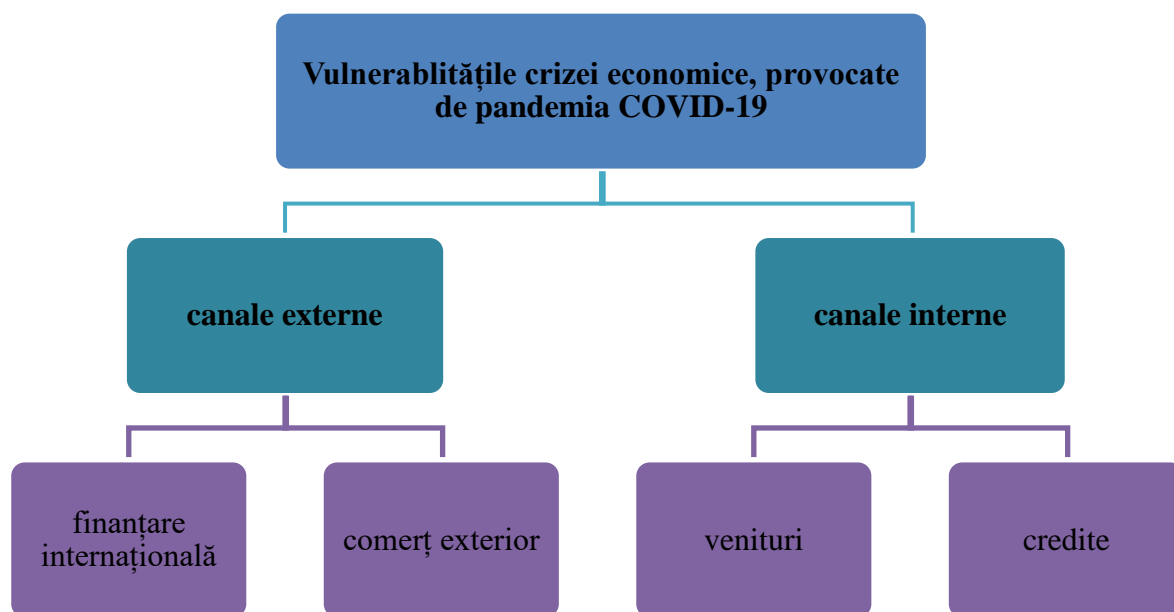
Pe de altă parte, pe fondul multor controverse complexe, legate de globalizare, provocările cu care se confruntă indivizii și instituțiile care participă la sistemul financiar internațional sunt descurajante, iar aceste provocări trebuie luate în serios.

Inovația și globalizarea au adus beneficii, pe scară largă, atât în domeniul financiar, cât și în cel nefinanciar. Este mai bine să abordăm consecințele negative ale acestor probleme, decât să încercăm să întoarcem fluxul istoriei.

Pentru Republica Moldova, ca de altfel pentru orice țară, internaționalizarea rațională în diviziunea internațională a economiei mondiale constituie una din problemele majore ale dezvoltării economice și sociale, fiindcă dezvoltarea internă a unei economii este posibilă doar în contextul direct și divers cu fluxurile economice internaționale atât în privința asigurării de intrări (materii prime, utilaje, tehnologii, informații de produs sau economico-financiare etc.), cât și în privința valorificării unei părți importante din ieșirile rezultate (produse, servicii) (Bran, 1995).

Republica Moldova este o țară cu o economie mică, deschisă, cu un deficit continuu al contului curent și cu o subordonare puternică față de fluxurile financiare internaționale. Economia țării noastre poate fi caracterizată printr-un șir de particularități de natură structurală, care o expun foarte mult la evoluții externe. Din aceste motive, orice dezechilibre din economia globală declanșează vulnerabilități externe tot mai pronunțate pentru Republica Moldova.

Evoluțiile actuale ale economiei mondiale, sub incidența pandemiei COVID-19, propagă riscuri pentru sistemele financiare ale țărilor în curs de dezvoltare. Aceste riscuri pot fi transmise în economia țării noastre prin mai multe canale, împărțite, la rândul lor, în externe (canalul finanțării internaționale; canalul comerțului exterior) și interne (canalul veniturilor; canalul creditului) (Lopotenco, 2020).



**Figura 4.5. Canale de propagare a riscurilor COVID-19 pentru sistemele financiare ale țărilor în curs de dezvoltare**

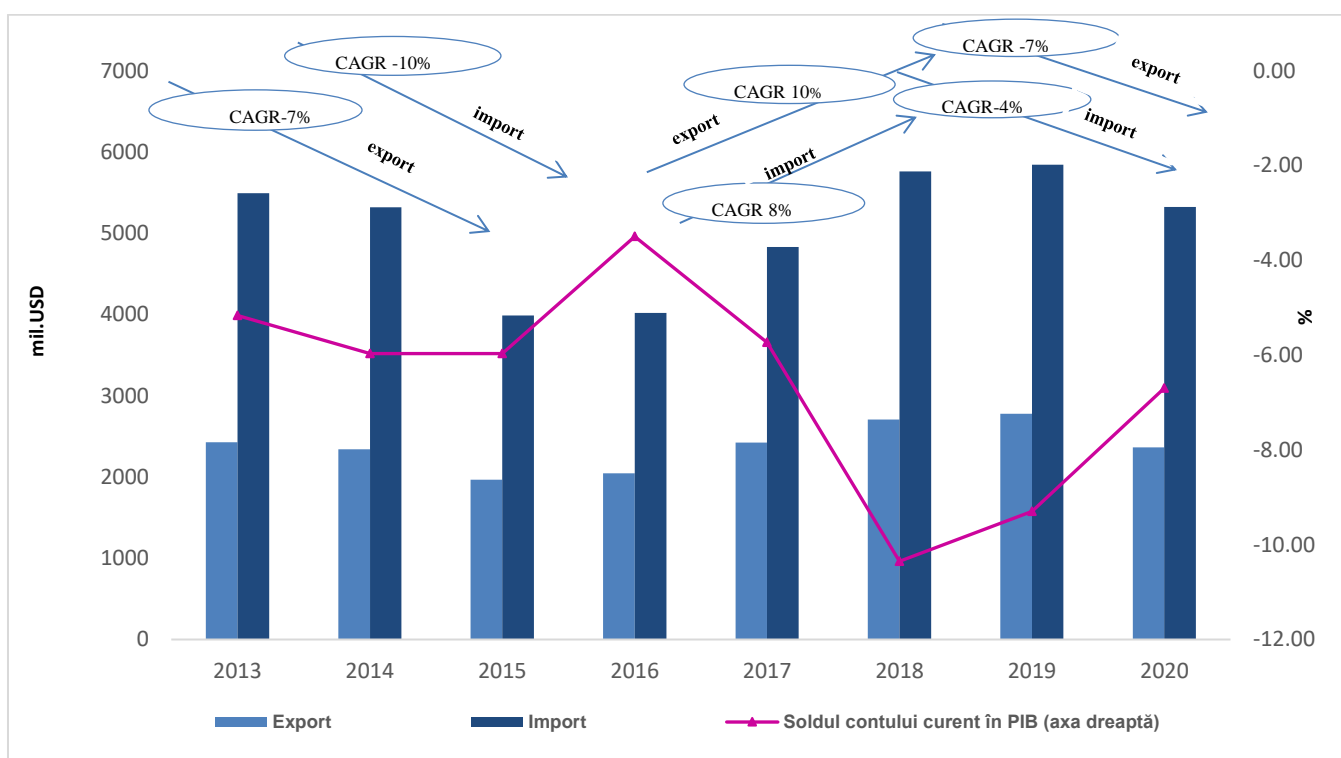
**Sursa:** *elaborat de autor*

Încetinirea creșterii economice globale a dus la o deteriorare accentuată a condițiilor de comerț exterior pentru funcționarea economiei moldovenești. *Canalul comerțului exterior* transmite riscuri, prin intermediul economiilor principalilor parteneri comerciali ai Republicii Moldova. Vulnerabilitățile din economiile partenerilor comerciali ai Republicii Moldova, au determinat încetinirea exporturilor de bunuri și servicii (potrivit datelor oficiale, în anul 2020 exportul a constituit 89,4 %, iar importul 95,7 % față de 2019) și prin urmare, au dus la o deteriorare a soldului extern. Această situație dezavantajează economia țării noastre, foarte dependentă de fluxurile financiare internaționale. Sursa de bază a fluxurilor financiare pentru Republica Moldova este exportul de bunuri și produse. Principalii parteneri comerciali ai Republicii Moldova sunt următoarele țări: România, Federația Rusă, Ucraina, Germania, Turcia, Italia, Polonia, China, Belarus, Cehia.

Reieșind din distribuția geografică a comerțului exterior al Republicii Moldova putem constata că acesta este concentrat și prin urmare generează o subordonare față de principalii parteneri. Importanța analizei situației economice a partenerilor noștri comerciali relevă și faptul că orice deteriorare a mediului economic din regiune poate duce la o reevaluare a primelor de risc și a ieșirilor de capital. Din proiecțiile creșterilor economice ale țărilor lumii, realizate de către FMI, se observă dificultăți pentru toți partenerii comerciali ai Republicii Moldova. Fapt ce va avea efect negativ și asupra evoluției economice din țara noastră.

Prin urmare cercetarea exporturilor și a importurilor are o relevanță nu numai în contextul fluxurilor financiare internaționale, dar și în proiecțiile creșterii economice.

Dacă analizăm evoluția exporturilor și a importurilor Republicii Moldova, prin intermediul indicatorului CAGR, în ultimii șapte ani putem observa că sunt conturate trei perioade. Prima perioadă (2013-2016) de scădere a comerțului exterior, GACR constituind - 10% la importuri și - 7% la exporturi, a doua perioadă de creștere (2016-2019) a acestuia, unde CAGR a fost, respectiv, 10% la importuri și 8% la exporturi și încă o descreștere (2019-2020) unde în cazul exporturilor indicatorul analizat a scăzut până la -7%, iar în cazul importurilor, până la -4%. Prima perioadă de descreștere e legată de criza bancară, care s-a produs în țara noastră în urma așa-numitului „furt al miliardului” și a introducerii restricțiilor la importul produselor din țara noastră de către Rusia, iar a doua perioadă e provocată de pandemia COVID-19.



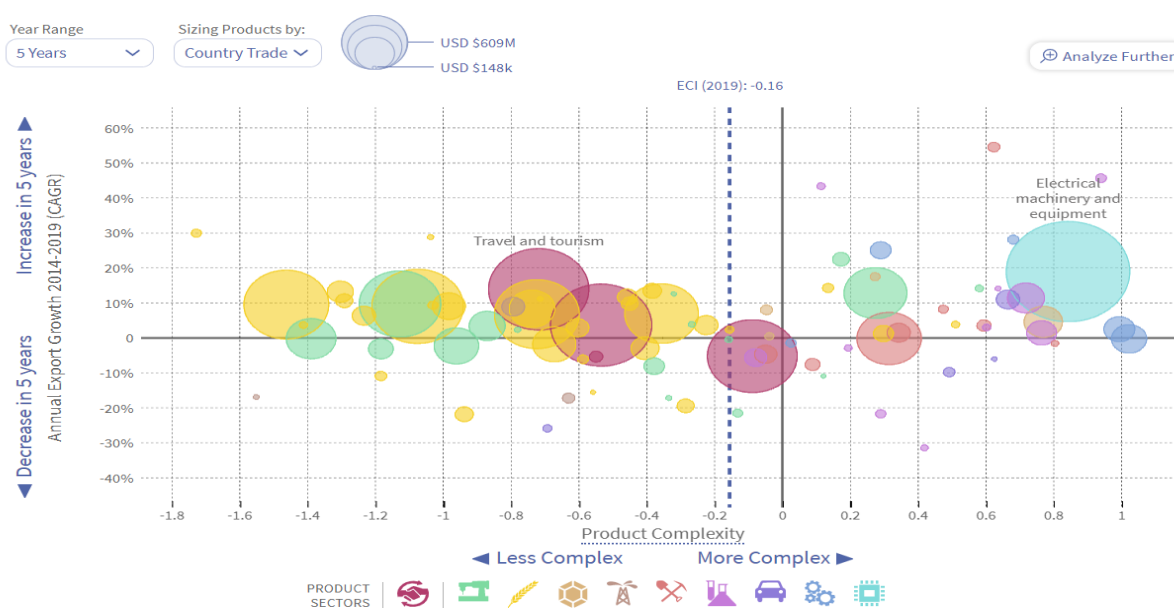
**Figura 4.6. Evoluția exporturilor și importurilor în Republica Moldova**

**Sursa:** Biroul Național de Statistică. Comerț exterior [online]. Disponibil: <https://statistica.gov.md/category.php?l=ro&idc=336&>>

Totodată, structura comerțului exterior, după produse, ne arată și nivelul complexității economiei țării noastre. După cum a mai fost menționat, complexitatea este o măsură a cunoașterii, determinată prin intermediul produselor pe care le generează. Complexitatea economică a unei țări se calculează pe baza diversității exporturilor pe care o produce o țară și a omniprezenței acestora, sau a numărului de țări capabile să le producă (și a complexității țărilor respective).

Țările capabile să susțină o gamă variată de know-how productiv, inclusiv un know-how sofisticat, unic, sunt capabile să producă o mare diversitate de bunuri, inclusiv produse complexe speciale. Dezvoltarea economică necesită acumularea de cunoștințe productive și utilizarea acestora în industrii din ce în ce mai complexe. Harvard Growth Lab's Country Rankings evaluează

starea actuală a cunoștințelor productive ale unei țări, prin intermediul Indexului de complexitate economică (ECI).

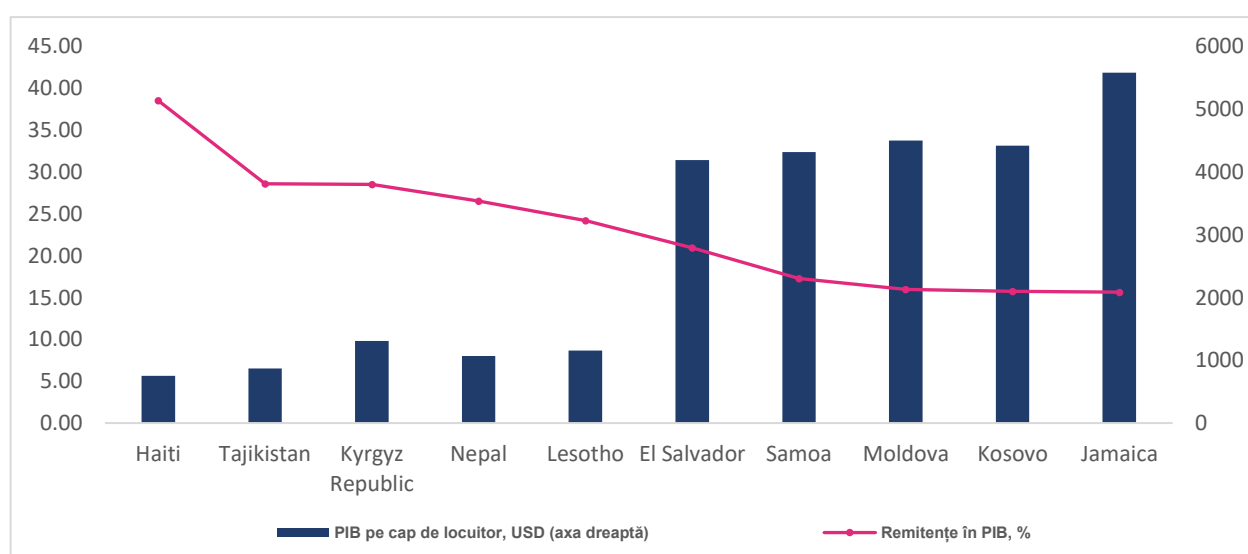


**Figura 4.7. Complexitatea exporturilor Republicii Moldova, 2014-2019**

**Sursa:** Export Growth Dynamics [online]. Disponibil: <https://atlas.cid.harvard.edu/countries/135/growth-dynamics>

Țările își îmbunătățesc ECI prin creșterea numărului produselor complexe, pe care le exportă. Astfel, în anul 2019, potrivit Harvard Growth Lab's Country Rankings, în Republica Moldova ECI, a fost de -0,16, țara noastră plasându-se pe locul 68 din 133, și a crescut cu 2 poziții în comparație cu anul 2018.

În ultimii cinci ani Republica Moldova a cunoscut un model promițător de creștere a exporturilor, cea mai mare contribuție la creșterea exporturilor venind de la produse de complexitate ridicată și moderată, în special mașini și echipamente electrice și turism (fig.4.7).

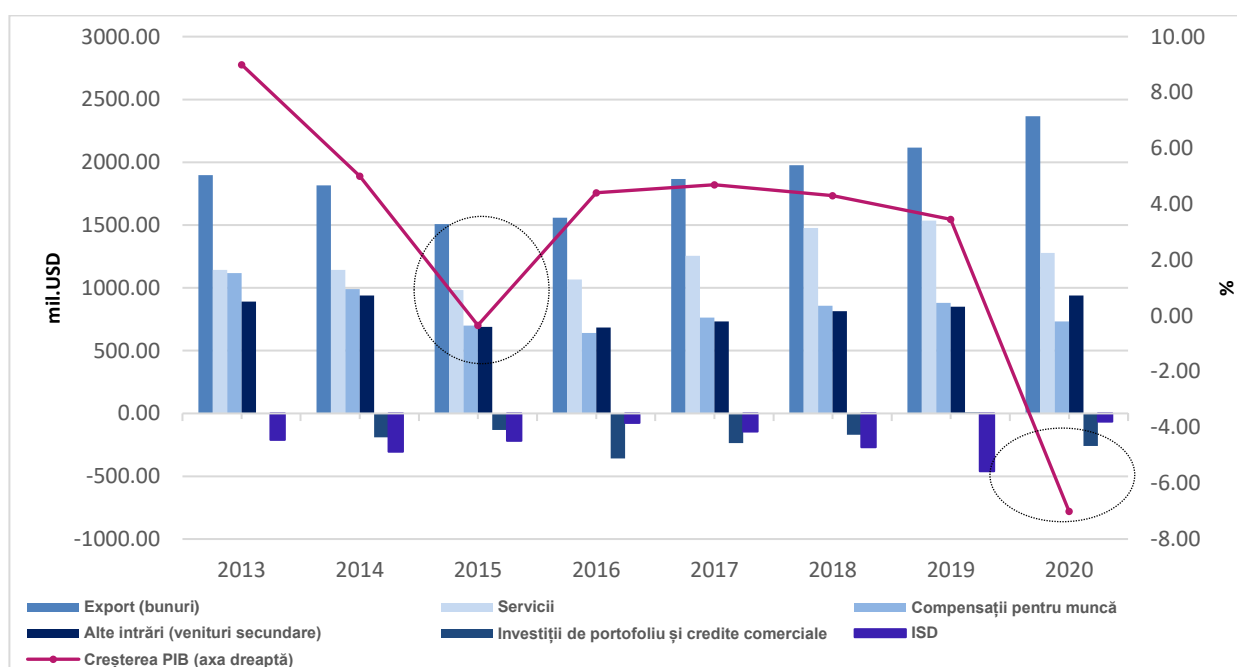


**Figura 4.8. Cota parte a remitențelor în PIB, 2019**

**Sursa:** World Development [online]. Disponibil: Indicators <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>

Una din cele mai evidente caracteristici ale țării noastre, care are un impact foarte mare asupra economiei țării, este dependența de remitențe. Republica Moldova face parte din top zece țări din lume cu cele mai mari cote părți a remitențelor în PIB, fiind și prima în Europa la acest capitol. Totodată, din grafic, se vede că este bine conturată relația inversă dintre cota parte a remitenței în PIB și valoarea PIB-ului pe cap de locuitor.

În cazul în care se înregistrează distorsiuni în comerțul exterior, se va deteriora și soldul extern al Balanței de Plăți a Republicii Moldova, ceea ce va provoca dezechilibre interne, fapt ce poate fi demonstrat și prin episoade anterioare ale evoluției economiei țării noastre. Dacă analizăm fig. 4.9, putem observa încercuită o perioadă de intrări în scădere, însoțită și de declinul PIB-ului. De aici, putem constata că dezechilibrele în comerțul exterior pot avea un efect material asupra evoluției PIB-ului. Prin urmare, situația creată, în prezent în economia moldovenească generează riscuri și pentru sistemul financiar al Republicii Moldova.

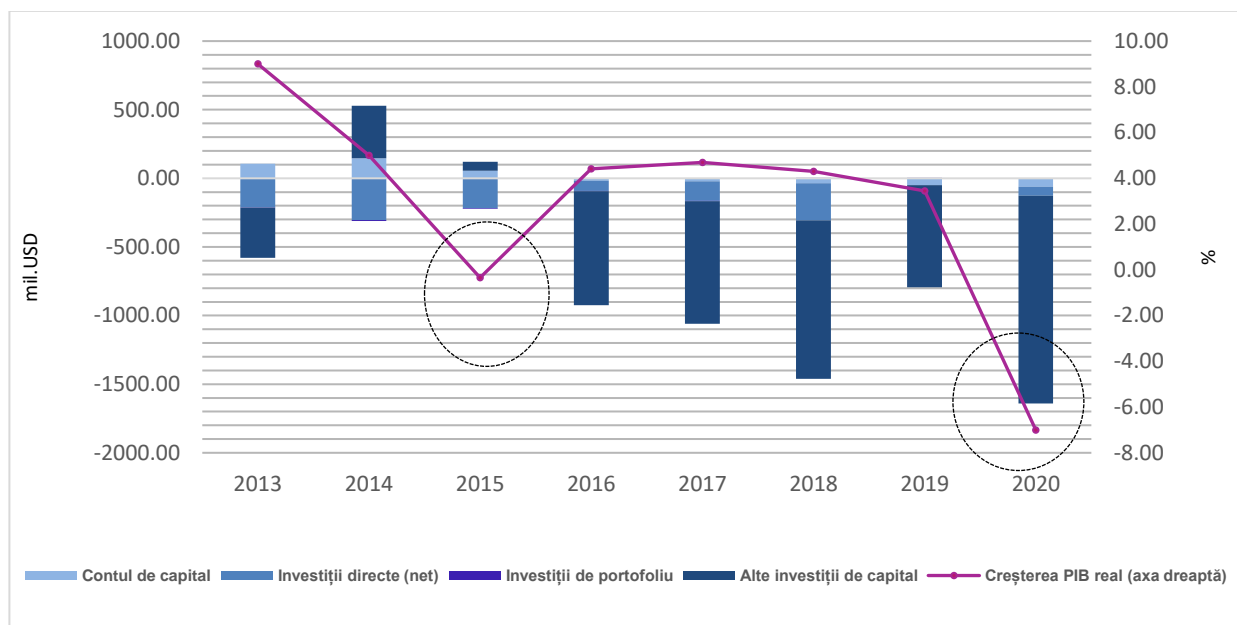


**Figura 4.9. Intrări de fluxuri financiare internaționale în Republica Moldova**

Sursa: [432].

Totodată, economia Republicii Moldova e nevoită să supraviețuiască și cu un aflux mic de capital, deoarece și mediul extern este supus presiunii de criza sănătății provocată de pandemia COVID-19. În fig.4.9, la fel, se poate observa că în perioadele absenței intrărilor de capital, economia Republicii Moldova avea o tendință de diminuare. Ar trebui de menționat faptul că afluxul de capital în Republica Moldova a înregistrat o tendință de scădere, începând cu anul 2017 și creșterea PIB-ului a avut același trend. Astfel, urmările negative ale pandemiei COVID-19 s-au intensificat pe fonul tendințelor negative ale intrărilor de fluxuri internaționale în Republica Moldova în perioada anilor 2017-2020.

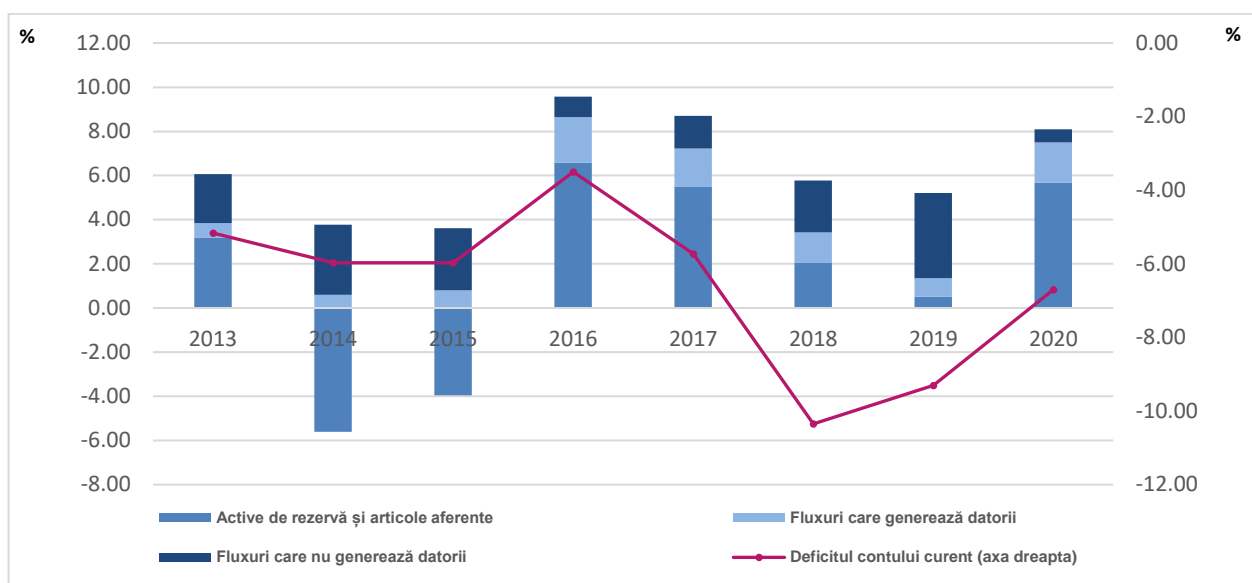
Deficitul contului curent este finanțat, în cea mai mare parte, prin active de rezervă, articole aferente și fluxuri care nu generează datorii, adică ISD (fig.4.10). Acestea din urmă reprezintă cea mai mare parte a poziției investiționale internaționale nete. Cota parte a ISD în PIB în Republica Moldova a constituit în 2019 – 4,2%, media acestui indicator în țările cu venituri mici și medii constituind 1,6%, iar în țările CSI – 3,18% .



**Figura 4.10. Evoluția și structura fluxurilor nete de capital din Republica Moldova**

**Sursa:** BNM. Balanța de Plăți a Republicii Moldova [online]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dbp/DBP12.xhtml?id=0&lang=ro>.

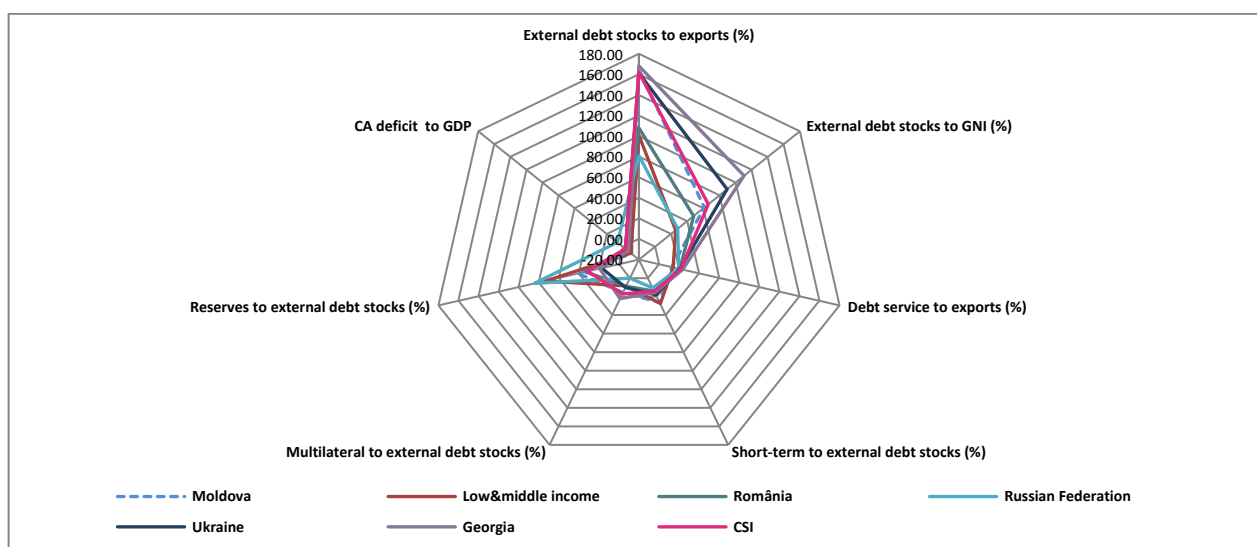
Pe de altă parte, cota extrem de mică a investițiilor de portofoliu face ca Republica Moldova să fie mai puțin expusă la orice reevaluare a primelor de risc și la ieșirile bruște de capital. Cu toate acestea, șocul negativ al primei de risc poate fi transmis în continuare indirect de la partenerii comerciali ai Republicii Moldova prin intermediul contului curent. Trebuie de evidențiat faptul că deficitul contului curent în PIB în Republica Moldova, în anul 2019, este unul mare în comparație cu țările din regiune și comparabil cu țările din grupul cu venituri mici și medii (Republica Moldova-9, 3%; Low&middle income- 10,00%; CSI - 3,12%) [467]. Situația aceasta poate conduce la o potențială creștere a primelor de risc și, prin urmare, la o depreciere ulterioară a monedei naționale, care poate declanșa probleme de sustenabilitate a datoriilor prin creșterea costurilor de deservire a lor. Datoria externă brută conform datelor BNM, la data de 31 decembrie 2020, constituia 63,1 % raportat la PIB. Din totalul datoriei externe, 29,1% constituie datoria externă publică și public garantată. Dacă analizăm după termen, putem constata că 71,5% este datoria pe termen lung. Datoria externă a Republicii Moldova este exprimată, în principal, în valută și, prin urmare, este astfel expusă, în mare parte riscului valutar.



**Figura 4.11. Sursele de finanțare a deficitului contului curent (% din PIB)**

**Sursa:** BNM. Balanța de Plăți a Republicii Moldova [online]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dbp/DBP12.xhtml?id=0&lang=ro>.

Dacă vom compara indicatorii datoriei externe ai Republicii Moldova cu alte economii, putem constata că aceștia se poziționează la mediana pe CSI, dar sunt mai răi decât mediana țărilor cu venituri mici și medii (fig.4.12).



**Figura 4.12. Vulnerabilitățile indicatorilor externi (comparație)**

**Sursa:** The World Bank. International Debt Statistics, 2020 [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/>.

În continuare, trebuie remarcat faptul că o parte considerabilă din datoria externă a Republicii Moldova constituie împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale în condiții concesionale. Povara serviciului datoriei pentru astfel de împrumuturi este mai mică decât suma implicată de ratele pieței. În general, vulnerabilitatea economiei moldovenești la mediul extern este comparabilă cu țările CSI, dar este mai mare în raport cu țările din grupul Low&middle income (fig. 4.12).

În continuare, trebuie remarcat faptul că o parte considerabilă din datoria externă a Republicii Moldova constituie împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale în condiții concesionale. Povara serviciului datoriei pentru astfel de împrumuturi este mai mică decât suma implicată de ratele pieței.

**Tabelul 4.2. Componentele indicelui condițiilor financiare**

<b>Subindicii</b>	<b>Componentele</b>	<b>Riscuri și vulnerabilități</b>
<b>Prețul riscului</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spread-ul ratei dobânzii pe piața creditelor (credit market interest rate spread)</li> <li>• Modificarea prețului imobilelor rezidențiale (Residential real estate price change)</li> </ul>	Naționale/ termen scurt
<b>Efectul de levier</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modificarea ratei creditelor în PIB (Credit to GDP ratio change);</li> <li>• ROE (Return on equity in the banks).</li> </ul>	Naționale/ termen mediu
<b>Condiții externe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicele volatilității (CBOE Volatility Index (VIX));</li> <li>• Modificarea cursului valutar nominal efectiv (nominal effective exchange rate change).</li> </ul>	Globale și regionale

În concluzie putem semnală, că în cadrul actual al economiei mondiale anticiparea posibilităților evoluției ale fenomenului mondo-financiar devine o parte integrantă a evaluării proceselor din sistemele financiare naționale. În cazul Republicii Moldova, perturbarea fluxurilor financiare are consecințe asupra creșterii producției. De aceea pentru a ține seama de riscurile existente și pentru a înțelege probabilitatea unor rezultate negative, este oportun să determinăm indicele condițiilor financiare. Această abordare a fost dezvoltată de FMI (Prasad, and all, 2019) și presupune construirea unui indice compozit - indicele condițiilor financiare (FCI). Condițiile financiare, potrivit autorilor studiului, vizează determinarea prețului riscului inerent prețurilor activelor, ușurința obținerii finanțării, costul finanțării și gradul de stres financiar.

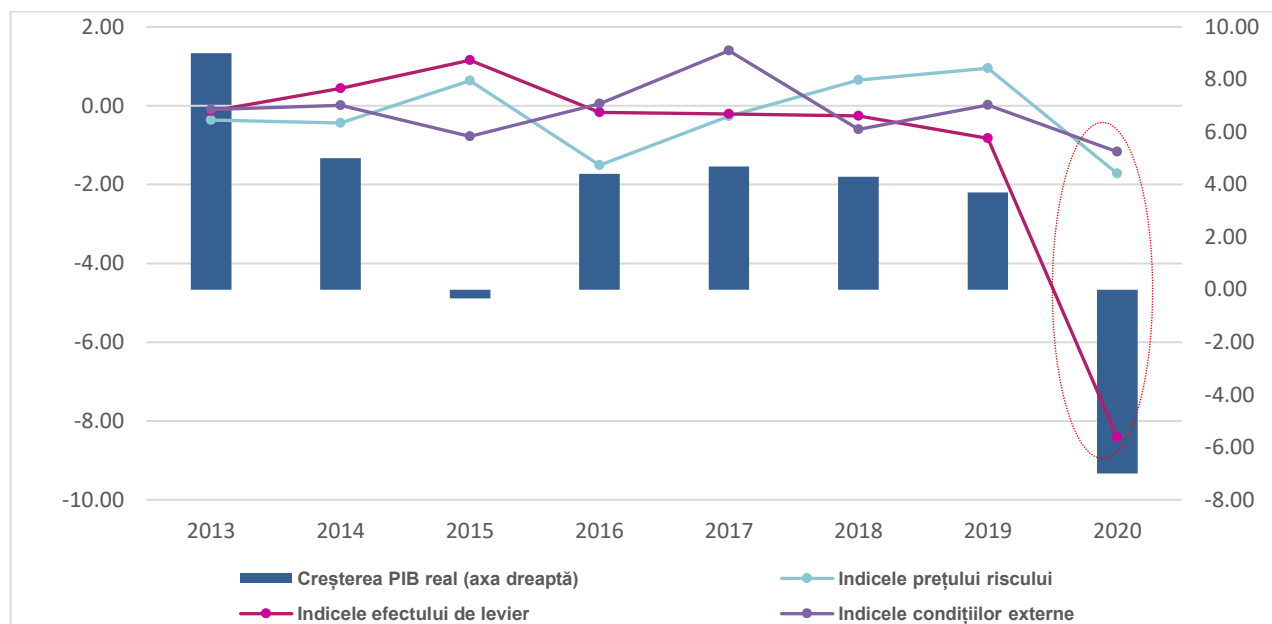
Variabilele componente ale indicelui condițiilor financiare sunt prezentate în tabelul 4.2. Normalizarea indicelui condițiilor financiare în cazul Republicii Moldova s-a realizat prin intermediul z-score.

Subindicii componenți (prețul riscului, efectul de levier, condițiile externe) ai FCI acoperă vulnerabilitățile interne, externe și riscurile în ceea ce privește creșterea producției pentru orizonturile pe termen scurt și mediu. În general, condițiile financiare mai stricte, care determină creșteri ale indicilor corespunzători, sunt asociate cu o scădere a creșterii producției pe termen scurt.

Analizând subindicii condițiilor financiare în fig. 4.13, observăm că aceștia furnizează semnale clare de avertizare timpurie în perioadele de scădere ale PIB-ului. Bineînțeles că actuala criză provocată de pandemia de COVID-19 nu are cum să fie anticipată de FCI, deoarece aceasta nu are rădăcini economice, dar oricum indicele efectului de levier în anul 2019 ne indică o creștere



a vulnerabilităților; în anul 2020, nivelul înalt al condițiilor financiare este evident. Rezultatele obținute indică faptul că FCI poate reflecta condițiile financiare și poate fi și un indicator de bază al acestora.



**Figura 4. 13. Indicii condițiilor financiare**

**Sursa:** *elaborat de autor.*

Perspectivile economice pentru Republica Moldova, în perioada următoare, rămân incerte. Dintre factorii interni, principalele surse de incertitudine sunt legate de evoluția cererii agregate și a activității de credit. În ceea ce privește factorii externi, perspectivele economice globale pot influența asupra creșterii PIB-ului. Riscurile care decurg din înăsprirea condițiilor financiare din cauza pandemiei COVID -19 duc la o scădere a intrărilor financiare. Acesta din urmă ar afecta negativ sentimentul și investițiile în afaceri și, prin urmare, ar contribui la o activitate economică mai mică decât se aștepta.

În Republica Moldova, decelerarea creșterii economice s-a înregistrat încă din ultimul trimestru al anului 2019. Această tendință s-a accentuat și mai tare în contextual declanșării crizei sănătății, iar PIB-ul a înregistrat o descreștere de până la -7% , prognozându-se în anul 2021 o creștere până la 3.8 %.<sup>26</sup>

Pe fonul unor semnale negative, înregistrate în 2019, s-a declanșat criza sănătății, provocată de COVID-19, care a și avut un impact asupra rezultatelor macroeconomice ale anului 2020. Cele mai mari vulnerabilități sunt legate, în mare parte, de închiderea sau încetinirea unor activități economice care provoacă reducerea consumului pe de o parte, iar pe de altă parte, diminuarea exportului, ca rezultat al decelerării creșterii economice a principalilor parteneri comerciali.

<sup>26</sup> World Economic Outlook Update, April 2021 [online]. Disponibil: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>

Rezultatele negative ale evoluției economice s-au adâncit și din cauza unui an agricol nefavorabil, ca urmare a condițiilor climaterice.

Finanțele publice, la fel se află, sub o presiune considerabilă, în mare parte din cauza cheltuielilor în urma unor programe de sprijin. Măsurile întreprinse de autoritățile Republicii Moldova au fost următoarele: majorarea cheltuielilor pentru sistemul de sănătate; subvenții de rambursare temporară a impozitului pe muncă și amânare a impozitelor; extinderea schemelor de protecție socială; sporirea rezervelor de urgență și sprijinul acordat autorităților locale.<sup>27</sup>

Declanșarea pandemiei are un impact negativ asupra veniturilor tuturor sectoarelor economiei (companiile nefinanciare, sectorul financiar), ale populației și ale statului. Drept urmare putem evidenția un următor canal (intern), de propagare a riscului în economia Republicii Moldova, și anume *canalul veniturilor*. Cel mai semnificativ factor intern al impactului negativ al pandemiei asupra economiei moldovenești a fost necesitatea întreruperii activităților de producție pentru a reduce povara sistemului de sănătate și pentru a asigura bunăstarea sanitară și epidemiologică a populației. Astfel, companiile nu au obținut venituri pe care le-ar fi putut avea în condiții normale de activitate economică. O serie de organizații care au continuat să funcționeze au înregistrat scăderi ale activității și, prin urmare, ale încasărilor. Impactul negativ al pandemiei COVID-19 și restricțiile adoptate împotriva acestora a afectat întregul lanț valoric și întreaga gamă de entități implicate în activități de producție. Aceasta presupune că pierderile de venit apar nu numai pentru o anumită întreprindere, ci și pentru angajații săi, furnizorii, contractanții și organizațiile ce acordă servicii, autoritățile bugetare și fondurile nebugetare, organizațiile financiare ai căror clienți sunt întreprinderea și angajații săi.

Un alt canal intern, care poate avea un impact negativ, este *canalul creditului*. O scădere a veniturilor entităților economice reduce solvabilitatea acestora, ceea ce, la rândul său, poate limita disponibilitatea băncilor de a continua creditarea economiei. Canalul de credit poate fi declanșat ca urmare a unui șir de riscuri: scăderea veniturilor potențialilor debitori, care vor fi nevoiți să-și retragă propriile “pofte de credit”, din cauza îngustării posibilităților de deservire a creditelor, în condițiile incertitudinilor semnificative ale recuperării veniturilor cetățenilor și companiilor în viitor; deteriorarea calității creditului și o creștere a riscului de credite. Luate împreună, factorii de mai sus formează condiții pentru limitarea activității de creditare, care la rândul său poate deveni un factor în deteriorarea situației economice, deoarece restricționarea accesului la finanțare nu permite entităților economice să mențină același nivel de activitate de producție. Ca rezultat, poate apărea un efect de feedback: o scădere a activității economice declanșează o contracție a creditului, care, la rândul său, suprimă și mai mult activitatea economică. Totuși ar trebui să menționăm că

---

<sup>27</sup> IMF. Republic of Moldova. IMF Country Report No. 20/129. Washington, D.C.:IMF. 20 April, 2020

această situație, în prezent, nu este caracteristică Republicii Moldova, dar nici nu poate fi exclusă în contextul unui nou val al pandemiei COVID-19.

Din cele relatate, se conturează clar una dintre cele mai mari probleme provocate de COVID-19, și anume vulnerabilitatea sectorului nefinanciar. În urma măsurilor restrictive, sectorul nefinanciar ar putea întâmpina o criză de lichiditate, ca urmare a scăderii vânzărilor. Cu toate acestea, angajamentele financiare ale firmelor rămân neschimbate. Numărul mare de firme, afectate simultan, constituie o provocare majoră. La fel, și producătorii de bunuri sau servicii intermediare au înregistrat o scădere a vânzărilor, chiar dacă măsurile de izolare nu i-au vizat. Și fiindcă multe firme, de-a lungul lanțurilor de aprovizionare, se confruntă cu deficiențe de lichiditate, pierderile de credite comerciale pot crește, adăugându-se, în continuare, la presiunile fluxurilor de numerar. Ca rezultat, deficiențele din sectorul nefinanciar ar putea declanșa efecte negative, grave pe termen lung, asupra economiilor, reducând ocuparea forței de muncă, productivitatea, creșterea și bunăstarea.

În Republica Moldova pandemia, COVID-19 a avut efecte semnificative adverse asupra companiilor nefinanciare. Măsurile necesare de izolare, incertitudinea crescândă și diminuarea cererii au amplificat riscurile legate de reziliența financiară din sectorul corporativ.

Pentru a determina impactul sectorului nefinanciar în creșterea economică, de regulă se analizează indicatorul datoriei sectorului privat raportat la PIB. Trebuie de menționat că datoria privată este o parte esențială și benefică a oricărei economii. Potrivit rapoartelor Băncii Mondiale, creditul intern oferit de sectorul financiar include toate creditele pentru diverse sectoare pe bază brută (cu excepția creditelor acordate guvernului, care este net). Resursele financiare, creditul și titluri de valoare, care nu sunt capitaluri proprii și sunt acordate sectorului privat de către instituțiile financiare, cum ar fi băncile și alte societăți financiare, sunt măsurate ca procente din PIB-ul (sau dimensiunea națională a economiei).<sup>28</sup>

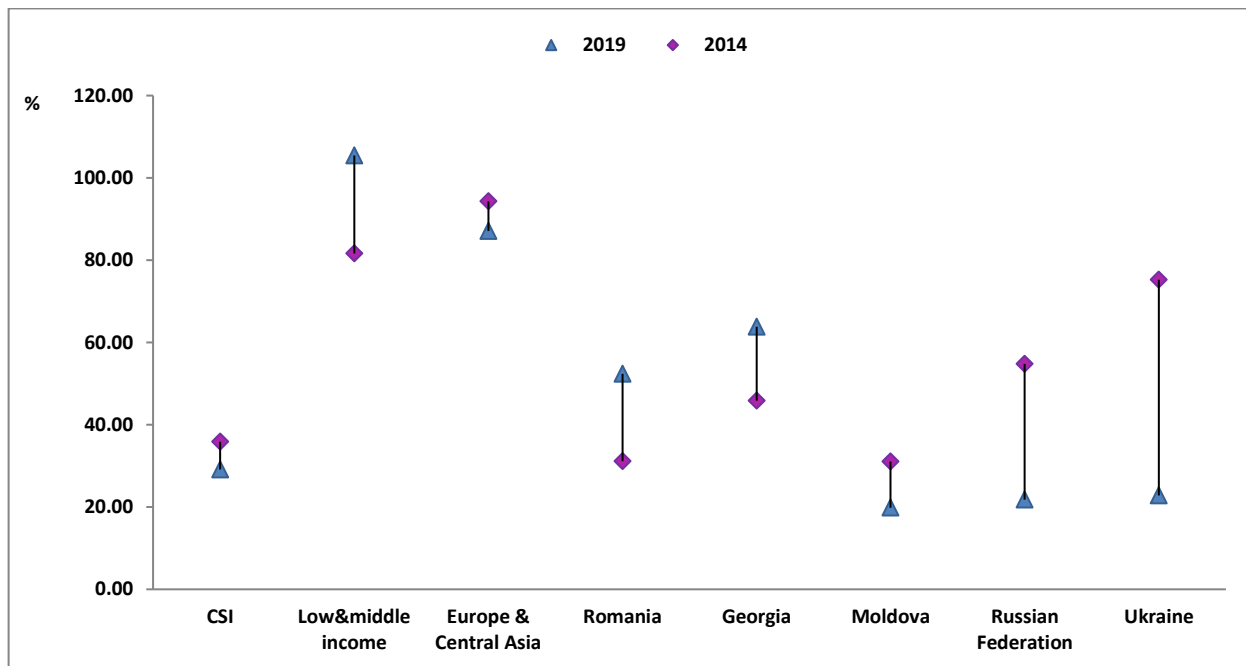
Datoria este necesară pentru creștere, iar țările cu niveluri scăzute de datorie privată raportate la PIB sunt bine poziționate pentru o eventuală creștere intensă, care ulterior vor conduce la creșterea cotei (rolul) sectorului privat în economia națională și prin urmare a PIB-ului.

În același timp, e necesar de menționat că, indicatorul datoriei sectorului privat raportat la PIB are o dublă interpretare. Pe de o parte, acesta este unul dintre indicatorii sau semnele (dar nu singurul) de dezvoltare economică și prosperitate. Cu cât este mai mare valoarea acestui indicator, cu atât este mai mare finanțarea sectorului privat într-o țară și astfel sunt mai mari oportunitățile și spațiul pentru ca sectorul privat să se dezvolte și să crească. Creșterea rolului sectorului privat în economia națională, generează un nivel mai înalt al dezvoltării economiei. Iar pe de altă parte,

---

<sup>28</sup> World Development Indicators. [online]. Disponibil: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>

o îndatorare mare poate constitui o vulnerabilitate la nivel agregat pentru sistemele financiare naționale. Încă o problemă care poate fi evidențiată este mult mai subtilă și mai insidioasă: când este prea mare, datoria privată devine un obstacol în creșterea economică.



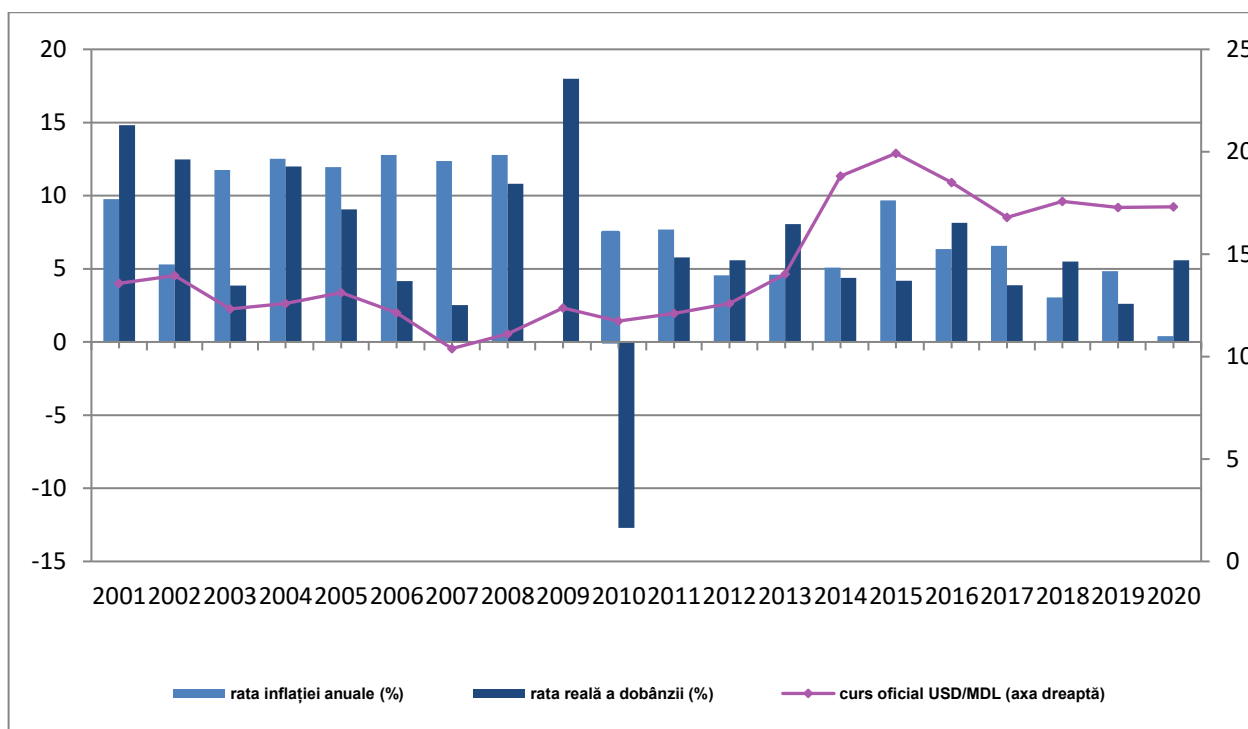
**Figurq 4.14. Datoria sectorului privat raportată la PIB, comparație**

**Sursa:** World Development Indicators. [online]. Disponibil: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

Pentru a trasa poziția Republicii Moldova în SMFI, cel mai important este de a analiza mecanismul cursului valutar al monedei naționale. Republica Moldova este membru al FMI din 12 august 1992, iar în 30 iunie 1995, a semnat Articolul VIII. Moneda națională a Republicii Moldova leul moldovnesc (MDL), este o monedă cu un regim flotant (*floating regimes*), adică determinat de piață, încadrându-se în categoria flotant (*floating*) (IMF, 2019). Totodată, sunt importante și aranjamentele ratei de schimb față de cadrele alternative de politică monetară, pentru a evidenția rolul cursului valutar în politica economică și pentru a ilustra faptul că diferite regimuri ale cursului de schimb pot fi în concordanță cu similare cadre monetare. Cadrul de politică monetară în Republica Moldova este ținerea inflației. Condițiile pieței monetare sunt ghidate de BNM prin rata de bază - principalul indicator pentru piața monetară pe termen scurt. Rata de bază este rata de referință pentru principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt. BNM utilizează, de asemenea, instrumente de politică monetară complementare: cum ar fi facilitățile permanente, rata rezervelor obligatorii și intervenția pe piața valutară. Aceste instrumente influențează direct ratele dobânzii nominale pe termen scurt pe piața monetară.

În continuare, vom încerca să identificăm legătura dintre rata reală a dobânzii, rata anuală a inflației și cursul valutar oficial al perechii USD/MDL în perioada anilor 2001-2020. În acest

sens, am încercat să construim un grafic (fig. 4.15) din care se observă acele „puzzle-uri” despre care scriau Maurice Obstfeld și Kenneth Rogoff.



**Figura 4.15. Relația dintre rata reală a dobânzii, rata anuală a inflației și cursul valutar oficial al perechii USD/MDL în perioada anilor 2001-2020**

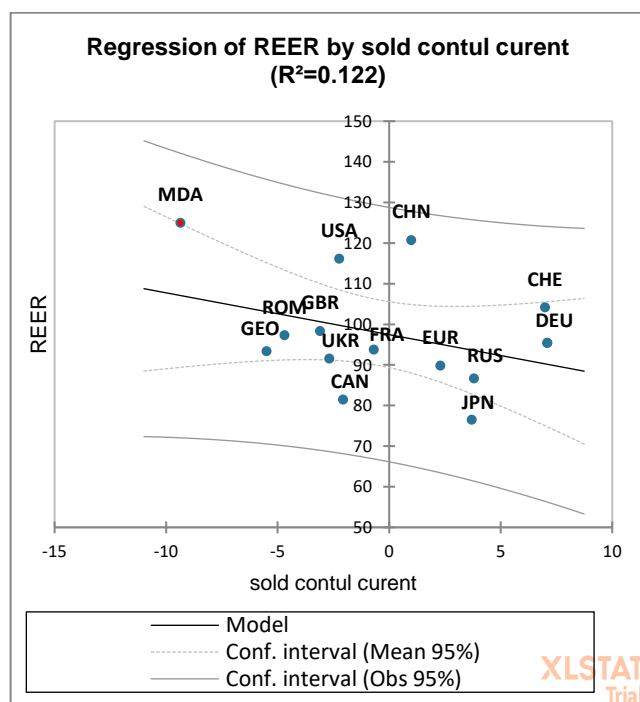
**Sursa:** World Development Indicators. [online]. Disponibil: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

În acest context se înscrie și interdependența dintre cursul valutar și soldul contului curent.

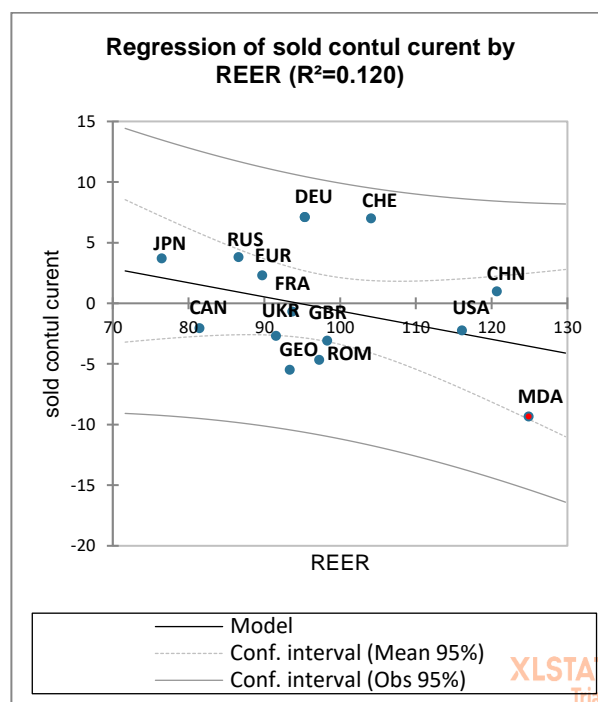
Volatilitățile mari ale cursurilor valutare sunt, în general, asociate cu modificări semnificative ale soldurilor conturilor curente. Pentru anii 1980-2018, FMI a estimat că o depreciere de 10% a REER a unei țări a condus, în medie, la o creștere de 1,5% a exporturilor nete reale, deși în unele cazuri, impactul a avut loc cu decalaje. Acesta a fost cazul când dezechilibrele globale au apărut la mijlocul anilor '80. Dolarul SUA s-a depreciat și yenul s-a apreciat în urma Acordului Plaza din 1985, dar volumul comerțului s-a ajustat lent. Deficitul comercial al SUA și excedentul comercial japonez nu au scăzut până la începutul anilor '90. După criza financiară, cursurile valutare par să fi jucat un rol mai limitat în ajustarea soldurilor conturilor curente. Mișcările puternice ale cererii agregate, în special ale investițiilor, au determinat ajustarea soldurilor conturilor curente. Potrivit analizelor FMI, relația dintre dezechilibrele conturilor curente și modificările cursului valutar a fost slabă, reflectând, de asemenea, natura globală a șocului subiacent (IMF, 2016). Mai mult, chiar și în țările în care cursurile de schimb reale s-au modificat, ajustările contului curent au fost modeste (panoul din dreapta).

Potrivit External Sector Report, 2020, dezechilibrele globale (suma excedentelor și a deficitelor excedentare absolute) au reprezentat aproximativ 1,2% din PIB-ul mondial în 2019.

Analizând evoluția ratei de schimb efective reale, aceasta s-a deplasat, în general, în mod consecvent cu soldul contului curent în PIB. În același timp, o serie de active și pasive la niveluri istorice ridicate implicau vulnerabilități și provocări politice rămase, în ajunul pandemiei.(IMF, 2020).



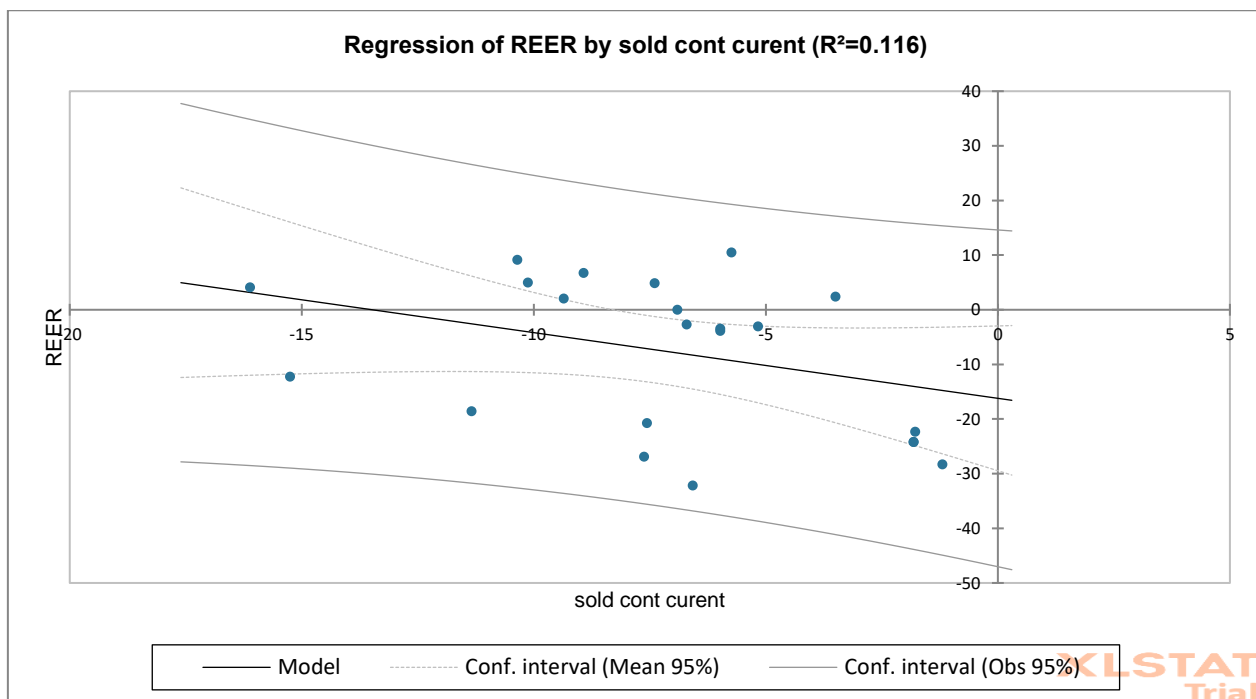
**Figura 4.16. Modificări în REER versus soldul contului curent în PIB, 2019**  
Sursa: *elaborat de autor.*



**Figura 4.17. Modificări în soldul contului curent versus REER în PIB, 2019**  
Sursa: *elaborat de autor*

În același raport, specialiștii FMI au determinat, interdependența dintre soldului contului curent și fluctuațiile cursului valutar pe parcursul a două perioade: 1995–2007 și 2008–2019. În mod interesant, pentru cele două subperioade, nu există o relație sistematică între soldurile contului curent și modificările cursurilor de schimb. Acest lucru nu înseamnă că fluctuațiile cursului valutar nu pot avea un impact asupra țărilor cu poziții mari de creditori externi, cum ar fi Elveția. Cu toate acestea, atunci când sunt calculate pentru perioade lungi de timp, aceste efecte de evaluare nu sunt legate în mod sistematic de soldul contului curent. Acest rezultat sugerează că obligațiuni și active, diferențele de preț, restructurarea datoriilor și anulările datoriilor determină efectele evaluării

Și situația Republicii Moldova ne demonstrează același lucru, deși, din fig.4.16 și 4.17, rezulta o interdependență clasică - în anul 2019, REER în țara noastră a crescut cel mai mult din grupul de țări analizat și, prin urmare, soldul contului curent în PIB a avut cea mai mică valoare - 9,4% în PIB. Însă, dacă construim o regresie liniară pentru perioada anilor 2000-2019, putem constata că această interdependență este una mică (fig 4.18).

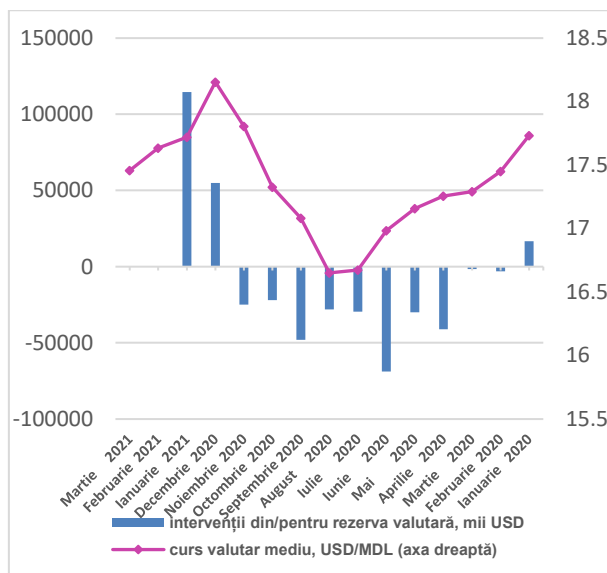


**Figura 4.18. Legătura dintre REER și soldul contului curent în PIB în Republica Moldova, perioada 2000-2019**

**Sursa:** elaborat de autor pe platforma XLSTAT

Personalul FMI evaluează în mod regulat dacă frecvența intervențiilor valutare realizate de băncile centrale, sunt în concordanță cu aranjamentele de facto flotante. Aceste evaluări se bazează pe informații disponibile publicului, informații raportate FMI de țările membre, rapoarte de piață și alte surse, inclusiv informații obținute în timpul vizitelor oficiale ale personalului său în țările membre. În general, băncile centrale intervin pentru a mări rezervele sau pentru a diminua volatilitatea excesivă a pieței, dar pot interveni și pe piața valutară pentru a combate presiunea de depreciere asupra monedei țării, care ar fi putut contribui la reducerea rezervelor pe piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare.

Cât privește tehnicile de intervenții, ele sunt realizate, în mare parte, pe piața valutară la vedere, fie contactând direct participanții la piață (toți sau doar o selecție - de exemplu, factorii de decizie de piață) sau în unele țări prin licitații valutare. Cu toate acestea, intervențiile valutare pot fi efectuate și pe piețele la termen. În afară de aceasta, programele de cumpărare/vânzare pot fi anunțate în prealabil. Pentru a evita influențarea așteptărilor pieței valutare, programul de intervenții ar trebui să indice, în avans, natura, frecvența și dimensiunea tranzacțiilor valutare ale băncii centrale. Potrivit informațiilor prezentate de FMI, unele țări acumulează rezerve în urma unui calendar de licitații preanunțat (Albania) sau pot efectua achiziții și vânzări de valută pentru fondul de pensii guvernamental (Norvegia). Rusia își bazează volumul de intervenții, în dependență de veniturile din petrol și gaze. (IMF, 2019).



**Figura 4.19. Interdependența dintre intervențiile valutare și cursul valutar mediu oficial**

Sursa: elaborat de autor

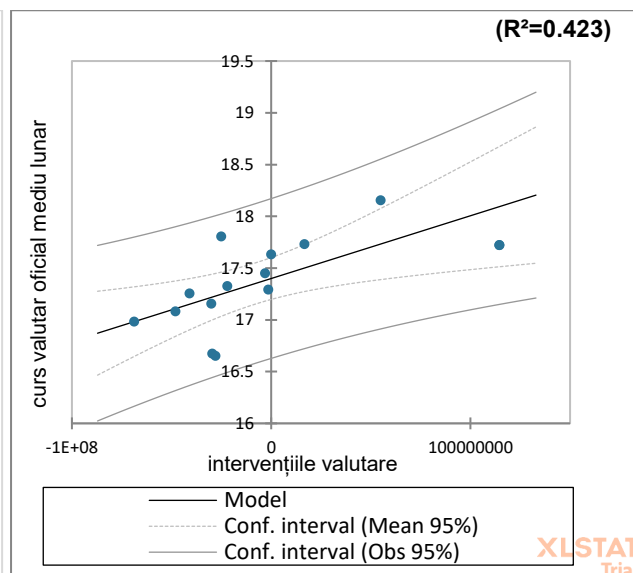
Interdependența dintre intervențiile valutare și evoluția cursului valutar în Republica Moldova este prezentată în fig.4.19.

Și în acest caz, pentru a înțelege cât de eficiente au fost intervențiile valutare, putem utiliza cea mai simplă metodă statistică și anume regresia liniară. În cazul nostru  $R^2 = 0.423$ , aproape de 50%, ceea ce indică o eficiență medie de intervenție pe piața valutară din/pentru rezerva valutară. Pentru modelele acceptabile, se presupune că coeficientul de determinare ar trebui să fie de cel puțin 50% (în acest caz, coeficientul de corelație multiplă depășește 70% în modul).

Astfel, am ajuns și la următorul element extrem de important al poziției externe ale unei țări, și anume rezerva valutară internațională. Rezervele valutare sunt categorii macroeconomice foarte importante, în special pentru țările în curs de dezvoltare, deoarece, concomitent consolidării acestora, încrederea în stabilitatea financiară a țării devine mai mare. Având în vedere că țările în curs de dezvoltare sunt expuse la șocuri externe, este util să existe un anumit „pilon” (rezerve valutare) care să apere poziția macroeconomică a țării.

Importanța rezervelor valutare rezultă din scopul utilizării acestora (Borio and al, 2008). FMI a elaborat un Ghid, în care sunt stipulate toate utilizările posibile ale rezervelor valutare internaționale ale unei țări (IMF, 2013). În acest context, în cadrul mecanismului de intervenții din rezervele valutare, este important să se respecte regimul cursului valutar, capacitatea de plată a unei țări, gradul de vulnerabilitate a economiei la șocurile externe ale țării, precum și instrumentele interne, disponibile politicii monetare a țării.

Gestionarea rezervelor valutare este un proces care trebuie să asigure un nivel adecvat de active străine pentru sectorul public (Nugee, 2009). În plus, practicile inadecvate de gestionare a



**Figura 4.20. Intervențiile valutare vs cursul valutar mediu oficial**

Sursa:elaborat de autor pe platforma XLSTAT



riscurilor și rezervelor valutare pot induce costuri financiare ridicate și pot mări semnificativ riscul reputațional. Gestionarea rezervelor valutare ar trebui să asigure: un nivel adecvat al rezervelor valutare, necesar pentru realizarea obiectivelor stabilite, controlul adecvat al riscului de lichiditate, riscul de piață, riscul de credit, realizarea unui anumit nivel de randament, care este în conformitate cu limitele de risc necesare. Gestionarea rezervelor valutare este un segment al politicii economice, strâns legat de sistemul de politică monetară și de obiectivele care trebuie atinse. Pentru a menține disponibilitatea adecvată a rezervelor străine, este important să se mențină cantitatea optimă de rezerve, investită în mod sigur. În Republica Moldova, volumul rezervelor valutare, în mare parte, de obicei, depășește nivelul optim stabilit. Din punct de vedere al structurii rezervei valutare după instrumente putem constată că, în ultimii cinci ani, se atestă o diminuare a plasamentelor la termen și o creștere a categoriei de numerar și plasamente pe conturi corespondente (inclusiv overnight). Cât privește compoziția rezervei valutare după monede, putem observa că aceasta nu diferă cu mult de compoziția valutară a rezervelor valutare oficiale globale.

Majoritatea țărilor membre ale FMI raportează public cursurile valutare oficiale. Informația despre cursurile oficiale sunt publicate nu numai de Băncile Centrale ale țărilor care stabilesc oficial, cursurile valutare, dar și de acelea care calculează orice curs de schimb de referință sau orientativ. Calculul acestor cursuri de schimb se bazează adesea pe cursurile valutare ale pieței, cum ar fi cele utilizate în tranzacțiile de pe piața interbancară sau într-o combinație de tranzacții interbancare și de clienți bancari într-o perioadă de observație specificată. Dintre țările care nu calculează un curs de schimb oficial, unele dintre ele (Japonia, Peru și Singapore), publică ratele stabilite de piață pe site-ul autorității monetare pentru a promova transparența informațiilor.

În Republica Moldova, BNM calculează zilnic cursul oficial al leului față de dolarul SUA ca medie ponderată a cursurilor valutare, aplicate pentru tranzacțiile spot non-cash, efectuate pe piața internă interbancară și intrabancă. Cursul oficial al leului față de alte monede străine se bazează pe cursul oficial al leului față de dolarul SUA și cross rate a monedei străine respective față de dolarul SUA pe piețele internaționale. Cursul de schimb oficial este utilizat în scopuri contabile și statistice.

În acest context, am putea să menționăm că există o contradicție între moneda de referință (USD) în mecanismul determinării cursului valutar oficial și ponderile monedelor ce se tranzacționează pe piața valutară a Republicii Moldova. Astfel dacă analizăm oferta netă de valută de la persoanele fizice, în luna iulie 2021, dezagregată pe principalele valute putem observa că cea mai mare pondere o are moneda europeană (EUR(66,9%), USD(9,3%)). Pe piața valutară fără numerar, rulajul monedelor străine este următorul cumpărări - EUR(68,8%), USD(11,7%); vânzări - EUR(69,7%), USD(19,3%)), pe piața valutară în numerar (cumpărări - EUR(25,9%), USD(60,6%); vânzări - EUR(34,8%), USD(56,3%)). În așa mod putem constata că moneda EUR

pe piața valutară a Republicii Moldova are o pondere foarte mare și totodată este moneda de rezervă preferată a persoanelor fizice, fenomen care nu se reflectă direct în stabilirea cursului valutar oficial.

Participanții autorizați pe piața valutară internă a Republicii Moldova sunt băncile autorizate și entitățile valutare. Entitățile valutare includ case de schimb valutar, hoteluri și bănci autorizate. La 01 aprilie 2021, existau 11 bănci licențiate, 385 case de schimb valutar licențiate, 8 hoteluri autorizate și 755 birouri de schimb valutar bancare autorizate. Băncile autorizate pot cumpăra și vinde către rezidenți și nerezidenți orice valută (piață intrabancă). Entitățile valutare pot cumpăra și vinde unor persoane fizice (rezidenți și nerezidenți) orice monedă. Băncile autorizate și entitățile de schimb valutar își pot stabili ratele de cumpărare și vânzare a cursului de schimb valutar.

Cât privește tranzacțiile de capital, acestea, în mare parte, nu necesită aprobarea BNM, cu excepția celor specificate de lege.<sup>29</sup> Aprobarea BNM este necesară pentru anumite tranzacții de capital ale rezidenților care implică ieșiri de capital. Regimul de autorizare nu se aplică, în general, (1) operațiunilor de schimb valutar de capital care implică MOF și BNM, (2) operațiunilor de schimb valutar de capital cu fonduri bugetare publice naționale și (3) operațiunilor de schimb valutar, aferente garanțiilor prevăzute la articolul 4 pct. 12 din Legea cu privire la contractele de garanție financiară.<sup>30</sup> Operațiunile care implică primirea de către rezidenți de la nerezidenți a anumitor categorii de împrumuturi, credite și garanții trebuie notificate de către rezidenți BNM în scopuri statistice. Atunci când suma unui împrumut/credit/garanție de la nerezident nu depășește 50.000 EUR sau echivalentul acestuia, nu este supusă notificării către BNM. Aprobarea BNM pentru tranzacțiile de capital ale rezidenților, care implică ieșire de capital, nu se aplică în general operațiunilor de schimb valutar care nu depășesc 10.000 EUR (sau echivalentul acestora). Tranzacțiile de schimb valutar de capital sunt supuse, printre alte cerințe, depunerii documentelor justificative la băncile autorizate și la furnizori de servicii de plată nebankare rezidenți, cu excepția celor specificate în reglementările BNM. Pentru a efectua astfel de plăți, moneda străină poate fi achiziționată de la băncile autorizate și furnizorii de servicii de plată nebankare rezidenți.

Plățile și transferurile în valută străină în Moldova pot fi efectuate numai în cazurile specificate de lege. Plățile și transferurile către sau din țări străine pot fi efectuate în valută internă sau străină, cu excepția cazului în care, în conformitate cu tratatele internaționale, plățile și transferurile trebuie să fie în monede străine utilizabile.

---

<sup>29</sup> Legea privind reglementarea valutară: nr.62-XVI din 21 martie 2008. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2016, nr. 423-429

<sup>30</sup> Legea cu privire la contractele de garanție financiară: nr. 184 din 22 iulie 2016. In: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 2016, nr. 293-305

Republica Moldova este o țară cu o economie mica și deschisă, dependentă de fluxurile externe, ceea ce o face vulnerabilă la șocurile externe. În timp ce vulnerabilitatea externă a economiei moldovenești este comparabilă cu cea a țărilor CSI, totuși este relativ ridicată în comparație cu economiile de piață emergente (fig. 4.12).

Cu toate greutățile interne cu care se confruntă țara noastră, precum și ale situației economice, politice și sociale în zonă, putem constata cu certitudine că Republica Moldova devine un partener tot mai sigur în derularea activității financiar monetare internațională. La nivelul anului 2020, Republica Moldova a avansat și s-a plasat printre grupul de țări *Upper-Middle-Income Economies* (economie cu venituri medii superioare); clasificarea se bazează pe PIB pe cap de locuitor de la \$4,096 până la \$12,695. În clasamentul Doing Business 2020, care evaluează facilitarea de afaceri, Moldova s-a clasat pe locul 48 din 190 de țări. În concluzie, putem remarca că Republica Moldova, deși are un șir de probleme cu care se confruntă, este parte integrantă a SMFI și poate fi privită ca un partener de încredere în relațiile valutare și financiare internaționale.

#### **4.3. Impactul modificărilor sistemului monetar financiar internațional asupra arhitecturii financiare a Republicii Moldova**

AFI a înregistrat modificări semnificative pe parcursul anilor ce au urmat după criza financiară globală din 2007-2008. În urma perturbărilor înregistrate țările în curs de dezvoltare au înregistrat o scădere a fluxurilor financiare nete din cauza colapsului sectorului bancar internațional. În același timp țările din Asia de Est și de Sud, continuând să fie principalii destinatari ai fluxurilor financiare globale, s-au transformat în furnizori majori, în special pentru alte țări în curs de dezvoltare.

În acest context internațional, în raportul Helpdesk, s-au identificat un șir de provocări-cheie pe termen mediu și lung, cu care se confruntă țările în curs de dezvoltare și care vor avea repercusiuni asupra arhitecturilor financiare naționale (Timmis, 2018).

**Provocări pe termen mediu.** 1. *Normalizarea politicilor monetare în țările cu economie matură.* Tranziția continuă a politicilor monetare în economiile avansate au reprezentat un risc - cheie pentru țările în curs de dezvoltare. Politicile monetare austere pe termen scurt, promovate de băncile centrale ale țărilor cu economii avansate ca răspuns la creșterea inflației, au generat riscul de reechilibrare a portofoliilor investiționale pentru investitorii instituționali, care a condus la o schimbare bruscă a valorii fluxurilor către țările în curs de dezvoltare; 2. *Sustenabilitatea datoriei.* Prăbușirea procesului de creditare bancară transfrontalieră a condus la accesarea tot mai mare a piețelor de obligațiuni internaționale de către debitorii din țările în curs de dezvoltare. Drept urmare debitorii s-au expus la riscul valutar, obligațiunile fiind denuminate în valută, fapt ce generează preocupări privind reflectarea evaluării activelor; 3. *Volatilitatea mare a prețurilor pe piețele de*

marfă. Prăbușirea din 2014-2015 a prețurilor internaționale ale mărfurilor a creat, unor țări în curs de dezvoltare beneficii, iar altor țări pierderi, cu implicații asupra fluxurilor financiare. În primul rând, defavorizați au fost exportatorii de mărfuri nete, care au înregistrat o reducere a consumului, a investițiilor și a pozițiilor externe, ceea ce a agravat vulnerabilitățile fiscale și a generat o politică macroeconomică destul de complicată.

**Provocări pe termen lung:** 4. *Servicii financiare netradiționale.* Întrucât sectorul bancar internațional s-a consolidat în urma implementării Acordului de la Basel III, există îngrijorarea că riscul se va îndrepta către serviciile financiare netradiționale. În special, FinTech a crescut dramatic în țările în curs de dezvoltare în ultimii ani. În timp ce aceste servicii oferă oportunități în ceea ce privește dezvoltarea financiară și incluziunea financiară, ele introduc, de asemenea, noi vulnerabilități; 5. *Finanțare South-South.* În timp ce conectivitatea sporită South-South are multe avantaje teoretice, ea prezintă, de asemenea și provocări. Deoarece instituțiile financiare din Sud tind să fie mai puțin reglementate decât cele din Nord, creșterea Sudului ca furnizor de finanțe ar putea crește riscul în cadrul SMFI; 6. *Stimulente incorecte.* Cea mai fundamentală provocare pe termen lung pentru țările în curs de dezvoltare este alinierea stimulentei din SMFI spre dezvoltarea durabilă, ceea ce implică îndepărtarea atenției de la maximizarea profitului pe termen scurt spre crearea de valori pe termen lung. Din păcate, încă nu există o soluție evidentă de politică economică pentru această problemă.

În condițiile actualei crize economice globale provocate de COVID-19, în continuare problema creșterii poverii datoriei globale devine deosebit de acută. Totodată s-au evidențiat noi vulnerabilități pentru SMFI asociate cu FinTech. SMFI, deși se transformă treptat, rămâne, în ansamblu, neschimbat și reflectă într-o măsură mai mare realitățile etapei anterioare în dezvoltarea globalizării. Una dintre provocările majore rămâne rolul tot mai mare al țărilor emergente în arhitectura financiară globală și criza COVID-19.

În acest context, un rol unic trebuie acordat sistemelor financiare naționale și infrastructurilor financiare a acestora ca elemente primare. Pentru a diminua vulnerabilitățile arhitecturilor financiare naționale, în special ale țărilor cu venituri mici și mijlocii, în opinia noastră este oportun de a determina factorii ce au o influență mai mare asupra dezvoltării acestora.

În scopul acesta am aplicat analiza factorială asupra indicatorilor individuali, sintetizați în subindicele infrastructurii financiare (tabelul A.3).

**Metodologia.** Modelul analizei factoriale presupune că datele se bazează pe valorile indicatorilor individuali, iar varianța lor poate fi descompusă în factori comuni și factori unici. Analiza factorială, ne indică cum diferenții factori subiacenți influențează varianța dintre variabile. Fiecare factor este reprezentat de variabilele, doar că unii din ei explică mai multă varianță decât alții, ceea ce indică nivelul influenței lor asupra valorii indicelui compozit.

Scopul analizei factorilor este de a modela relațiile dintre elementele cu mai puține variabile (latente). Aceste relații pot fi împărțite în mai multe componente.

**Tabelul 4.2. Corelația matricei elementelor IFI**

Correlation matrix (Pearson (n)):

Variables	Government effectiveness	Shareholder governance index	Regulatory quality	The strength of legal rights index	Financing of SMEs	Depth of credit information index	Strength of auditing and accounting standards	Strength of minority investor protection index	Extent of staff training
Government effectiveness	1	0.507	0.616	0.169	0.684	0.322	0.796	0.605	0.790
Shareholder governance index	0.507	1	0.308	0.273	0.360	0.406	0.370	0.748	0.345
Regulatory quality	0.616	0.308	1	0.184	0.482	0.056	0.506	0.358	0.487
The strength of legal rights index	0.169	0.273	0.184	1	0.219	0.223	0.175	0.311	0.148
Financing of SMEs	0.684	0.360	0.482	0.219	1	0.318	0.742	0.433	0.791
Depth of credit information index	0.322	0.406	0.056	0.223	0.318	1	0.381	0.471	0.228
Strength of auditing and accounting standards	0.796	0.370	0.506	0.175	0.742	0.381	1	0.518	0.820
Strength of minority investor protection index	0.605	0.748	0.358	0.311	0.433	0.471	0.518	1	0.448
Extent of staff training	0.790	0.345	0.487	0.148	0.791	0.228	0.820	0.448	1

**Sursa:** date ale analizei

Primul pas al analizei este determinarea structurii de corelație a datelor (tabelul 4.2). Din matricea de corelație a elementelor, putem observa că unele dintre corelații sunt destul de mari (0,820). Datorită corelațiilor relativ ridicate dintre articole, putem constata că analiza factorilor poate fi aplicată.

**Interpretarea rezultatelor analizei factoriale.** Alfa standardizată a lui Cronbach este calculată pentru întregul tabel de intrare. Un alfa de 0,873 înseamnă că există o anumită redundanță între variabilele selectate. Matricele de corelație reproduse și cele reziduale permit verificarea dacă modelul de analiză a factorilor este bun și unde nu reușește să reproducă corelațiile.

<b>Cronbach's alpha:</b>	
<b>Cronbach's alpha</b>	
<b>F1</b>	<b>0.873</b>
<b>F2</b>	

Tabelul următor prezintă valorile proprii rezultate din analiza factorilor. Putem observa că, doar cu 1 factor, păstrăm 75,5% din variabilitatea datelor inițiale.

**Tabelul 4.3. Valorile proprii ale factorilor**

<b>Eigenvalues:</b>					
	<b>F1</b>	<b>F2</b>	<b>F3</b>	<b>F4</b>	<b>F5</b>
<b>Eigenvalue</b>	4.400	0.969	0.230	0.090	0.048
<b>Variability (%)</b>	48.893	10.769	2.555	1.003	0.529
<b>Cumulative %</b>	48.893	59.662	62.217	63.221	63.749

**Sursa:** date ale analizei.

Criteriul de adecvare a eșantionului Kaiser-Meyer-Olkin este o valoare care caracterizează gradul de aplicabilitate a analizei factorilor la un eșantion dat. Regula pentru interpretarea acestui criteriu este următoarea: - mai mult de 0,9 - adecvare necondiționată; - mai mult de 0,8 - adecvare ridicată; - mai mult de 0,7 - adecvare acceptabilă; - mai mult de 0,6 - adecvare satisfăcătoare; - mai mult de 0,5 - adecvare scăzută; - analiza factorului mai mic de 0,5 nu se aplică probei.

**Tabelul 4.4. Criteriul de adecvare a eșantionului Kaiser-Meyer-Olkin**

Kaiser-Meyer-Olkin measure of sampling adequacy:	
Government effectiveness	0.873
Shareholder governance index	0.787
Regulatory quality	0.845
The strength of legal rights index	0.852
Financing of SMEs	0.886
Depth of credit information index	0.773
Strength of auditing and accounting standards	0.879
Strength of minority investor protection index	0.817
Extent of staff training	0.823
KMO	0.844

Sursa: date ale analizei.

În continuare se observă că rotația varimax a schimbat modul în care fiecare factor explică o parte a varianței Rotației varimax, interpretarea devinind mai ușoară prin maximizarea varianței încărcărilor factorilor.

**Tabelul 4.5. Rotația Varimax**

Percentage of variance after Varimax rotation:		
	D1	D2
Variability (%)	37.789	21.873
Cumulative %	37.789	59.662

Sursa: date ale analizei.

Din tabelul 4.5 se poate constata că rotația varimax a schimbat modul în care fiecare factor explică o parte a varianței.

Pentru un anumit factor, încărcările ridicate devin mai mari, încărcările reduse devin mai mici, iar încărcările intermediare devin fie mai mici, fie mai mari. Următoarele rezultate pe care vrem să le analizăm sunt încărcările factorilor după rotația varimax. Aceste rezultate sunt utilizate pentru a interpreta semnificația factorilor (roțiți).

Soluția găsită poate fi acum interpretată. Factorii sunt mai des interpretați în termeni de sarcini. Primul factor este cel mai strâns legat de următorii indicatori: eficiența guvernării, finanțarea IMM-urilor, puterea standardelor de audit și raportare, nivelul pregătirii personalului. Al doilea factor este influențat de factorii: indicele de guvernare a acționarilor și protecția intereselor investitorilor minoritari.

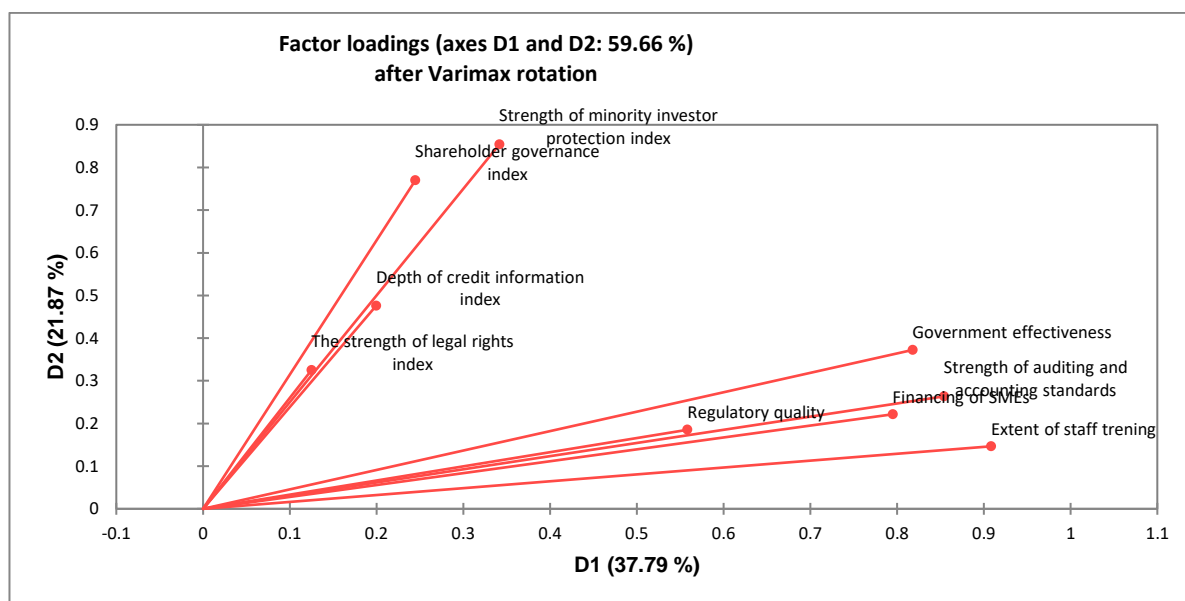
**Tabelul 4.6. Factorii modelului după rotația Varimax**

Factor pattern after Varimax rotation:		
	D1	D2
Government effectiveness	<b>0.818</b>	0.372
Shareholder governance index	0.245	<b>0.770</b>
Regulatory quality	<b>0.558</b>	0.185
The strength of legal rights index	0.125	<b>0.325</b>
Financing of SMEs	<b>0.795</b>	0.222
Depth of credit information index	0.200	<b>0.476</b>
Strength of auditing and accounting standards	<b>0.854</b>	0.264
Strength of minority investor protection index	0.342	<b>0.854</b>
Extent of staff training	<b>0.908</b>	0.147

Sursa: date ale analizei

Din aceste rezultate, putem înțelege că indicatorii care au scoruri foarte ridicate la primul factor sunt, de fapt, cei, care evaluează calitatea elementelor infrastructurii financiare, în timp ce al doilea factor are conexiune cu componentele de protecție a investitorilor.

În figura de mai jos sunt prezentate pozițiile variabilelor pe axele F1 și F2 (după rotație D1 și D2).



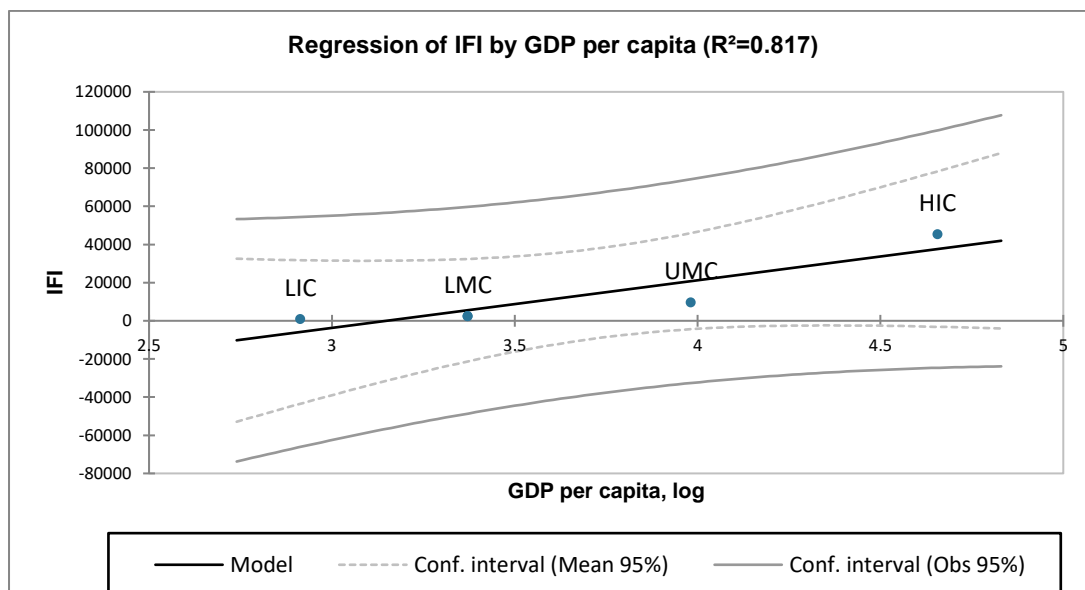
**Figura 4. 21. Factor de încărcări după rotația Varimax**

Sursa: date ale analizei

Valoarea subindicelui IFI ne poate indica o viziune generală asupra infrastructurii financiare în a 139 de țări incluse în analiză (tabelul A.4)

Prezintă interes și interdependența dintre valorile indecelui infrastructurii financiare după grupuri de țări, clasificate în dependență de nivelul veniturilor și PIB pe cap de locuitor în aceste țări.

Astfel, din fig. 4.22 se poate de observat că există o interdependență puternică între indicele compozit al infrastructurii financiare a grupurilor de țări clasificate după nivelul veniturilor și logaritmul PIB-ului pe cap de locuitor, varianța constituind 81%.



**Figura 4. 22. Interdependența dintre IFI a grupurilor de țări clasificate după nivelul veniturilor și PIB pe cap de locuitor, log, anul 2019**

Sursa: date ale analizei

Pentru a determina tendința IFI pe parcursul a cinci ani în diferite grupuri de țări, am utilizat ca și în alte cazuri indicatorul CAGR. Valoarea lui ne permite să estimăm rata de creștere a oricărui parametru, iar principalele avantaje ale CAGR sunt ușurința de utilizare și versatilitatea abordării.

Fig. 4.23 prezintă o corelație directă între nivelurile de venit ale țărilor și valoarea indicelui infrastructurii financiare. Simultan, se observă că, la fel ca în cazul IFI, CAGR'6Y pe indicatorul PIB pe cap de locuitor s-a schimbat nesemnificativ.

Din analiza realizată, concluziile pentru Republica Moldova ar fi că o țară cu o infrastructură financiară dezvoltată are și un nivel al bunăstării mai mare. Simultan, se observă că, IFI are o tendință de creștere în special în țările cu venituri mici și medii și astfel indică o creștere ulterioară a PIB-ului în aceste grupuri de țări.

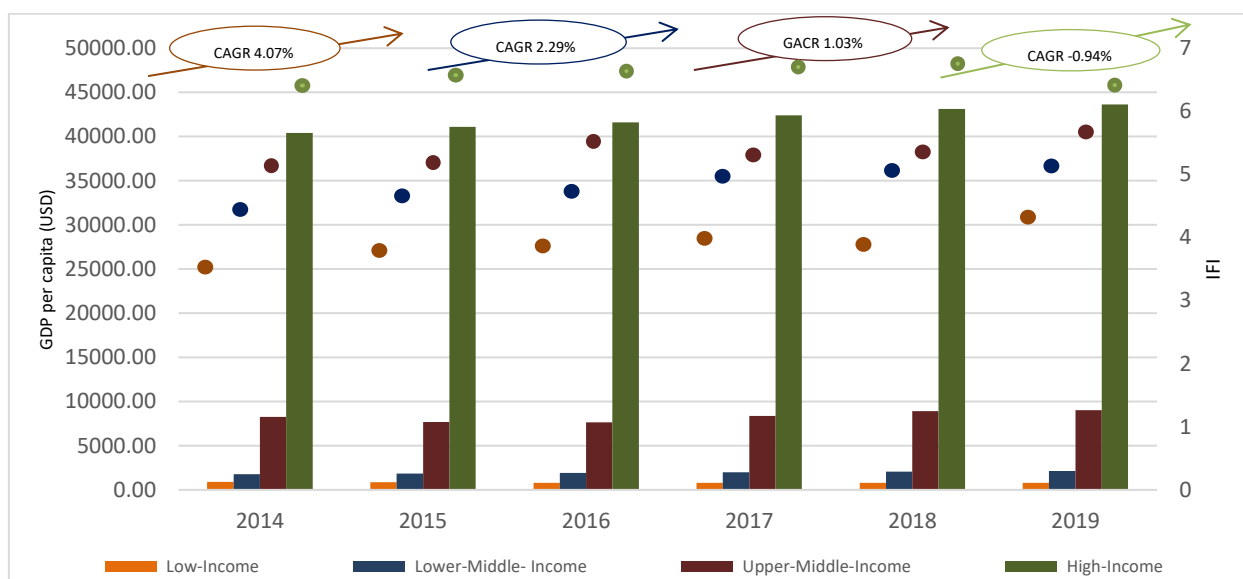
Totodată analiza factorială ne evidențiază factorii cei mai importanți, ce pot influența nivelul dezvoltării infrastructurii financiare (cel mai important component al arhitecturii financiare naționale). Această metodologie este fundamentală, în special, pentru țările în curs de dezvoltare, deoarece permite determinarea zonelor potențiale de valorificat.

Sfera analizei structurii arhitecturii sistemului financiar și a evaluării dezvoltării lui este destul de extinsă și, prin urmare, aspectele structurale nu pot fi, pur și simplu, rupte în segmente autonome, care corespund aranjamentelor instituționale existente.

Problemele structurale și de dezvoltare apar în întreaga gamă de piețe financiare și de intermediari, inclusiv bancari, asigurări, piețe de valori mobiliare și intermediere nebancaară.



Astfel, această analiză necesită, adesea, examinarea unor factori pentru care nu este disponibilă o cuantificare bine adaptată și standardizată.



**Figura 4. 23. Dinamica relației dintre IFI și PIB pe cap de locuitor**

**Sursa:** elaborat de autor.

Prin urmare, provocarea este în a implementa acele concepte largi și oarecum abstracte într-o metodologie concretă și practică de evaluare:

- În primul rând, pot fi lacune sau modificări atât în infrastructura financiară, cât și în infrastructurile soft ale sistemelor juridice, de informare și de reglementare, cât și în infrastructurile tehnologice mai dificile, care includ sistemele de plăți și de decontare și comunicații;

- În al doilea rând, pot exista defecte sau adaptări necesare la politica de reglementare sau fiscală (inclusiv politica în domeniul concurenței), ale căror nejustificări sau efecte secundare, distorsionează sau suprimă funcționarea sistemului financiar într-o măsură care nu este fundamentată de obiectivele politicii;

- În al treilea rând, trebuie de realizat o analiză mai profundă, deoarece pot exista neajunsuri de guvernare la nivel național, de exemplu, în cazul în care structurile instituționale existente împiedică buna elaborare a politicilor (favorizându-i, în special, pe operatorii actuali față de noii veniți);

- În al patrulea rând, deficiențele din sectorul financiar pot fi, de asemenea, provocate de problemele legate de infrastructurile economice mai extinse ale țării, inclusiv de sistemele de educație, de transport și de comunicații. În plus, multe țări în curs de dezvoltare se confruntă cu dificultăți, din cauza că o finanțare eficientă necesită o serie de activități care ar putea fi greu de realizat pentru țările mici, populate cu un număr mic de clienți mici, intermediari mici și mici piețe organizate .

Experiența recentă indică faptul că niciun model predefinit pentru supravegherea financiară nu poate evita greșelile în prevenirea și soluționarea crizelor. Cu toate acestea, practicile demonstrează, de asemenea, că sunt importante acordurile corespunzătoare, pentru a facilita fluxurile de informații, coordonarea adecvată între părțile relevante și o bună structură de stimulente pentru autoritățile responsabile.

Prin urmare, este util să se efectueze în mod regulat evaluări ale funcționării arhitecturii de supraveghere, în lumina obiectivelor prevalente.

Considerând experiența internațională, în continuare este identificat și caracterizat impactul calitativ și cantitativ al reglementărilor prevăzute pentru implementare în cadrul Acordului Basel III.

Implementarea Acordului de Asociere cu UE presupune o serie de provocări importante atât pentru instituțiile financiare (ajustarea managementului riscului și a sistemului informatic, pregătirea personalului, obținerea bazelor de date etc.), cât și pentru BNM alături de CNPF (adaptarea procesului de supraveghere, elaborarea noului cadru de reglementare, pregătirea personalului etc.).

Analizând impactul noilor reglementări, putem conchide că implementarea Acordului de Asociere UE în domeniul serviciilor financiare va avea o influență importantă asupra performanței economiei Republicii Moldova și va contribui totodată la sustenabilitatea sistemului financiar, care se va reflecta prin următoarele:

1. transparență sporită a piețelor financiare;
2. instituirea unei supravegheri și a unor controale eficiente în sectorul financiar;
3. creșterea rezilienței și stabilității sectorului financiar;
4. sporirea responsabilității actorilor financiari și îmbunătățirea protecției consumatorilor.



**Figura 4.24. Impactul noilor reglementări asupra sistemului financiar al Republicii Moldova**

*Sursa: elaborat de autor.*

În prezent, activitățile și eforturile depuse de autorități în fortificarea sistemului financiar al Republicii Moldova sunt destul de complexe și au fost susținute prin aportul organizațiilor internaționale; o mare parte a efortului încă urmează a fi mobilizată în următorii ani pe domeniul de calibrare a cerințelor față de realitățile Republicii Moldova (unde este aplicabil).

Aceasta va fi susținută de mobilizarea la maxim a personalului BNM cel puțin pe 2 dimensiuni distincte: pe de o parte, în examinarea prudentă a activității băncilor prin prisma

cerințelor cadrului normativ actualizat (pentru conformare cu BASEL III), dar, pe de altă parte, având în vedere realizările atinse de autorități în implementarea unui nou cadru de reglementare conform celor mai recente practici internaționale, va fi necesară o armonizare continuă a cadrului normativ în vigoare, căci, la nivel european, acesta este într-o stare permanentă de adaptare la provocările și riscurile care își fac apariția pe segmentul instituțiilor bancare (inclusiv odată cu dezvoltarea tehnologiilor).

Toate aceste măsuri sunt extrem de importante, în condițiile unor noi provocări din SMFI, care inevitabil vor avea impact și asupra arhitecturii financiare naționale.

Configurația arhitecturii financiare a Republicii Moldova atestă că sistemul financiar al Republicii Moldova corespunde criteriilor impuse de către instituțiile financiare internaționale și poate rezista la eventuale turbulențe economice și financiare.

În opinia noastră toate componentele arhitecturii financiare a Republicii Moldova, prin urmare contribuie la accesul, profunzimea, stabilitatea și eficiența sistemului financiar.

Elaborarea configurației arhitecturii financiare a Republicii Moldova este una esențială în contextul viitoarelor modificări, ce ar putea să survină în AFI.

## CONCLUZII

Economia mondială trece printr-o transformare profundă, provocată de un șir de factori, ce au implicații directe în creșterea complexității economiei. Drept urmare a acestor evoluții, se modifică, esențial, peisajul industrial al economiei mondiale și gestionarea afacerilor monetare și financiare internaționale. Modul în care SMFI va evolua în viitor este crucial pentru politicile de dezvoltare a sistemelor financiare naționale.

SMFI s-a dovedit a fi inefficient în fața crizei financiare globale. În mare parte, putem evidenția doi factori importanți, care au predeterminat profunzimea căderii economiei mondiale în ultima criză: prociclicitatea și inovația financiară. Natura prociclică a dezvoltării economiei globale a fost asociată, pe de o parte, cu stimulente false pentru dezvoltarea managementului financiar și a guvernantei corporative a instituțiilor financiare și, pe de altă parte, cu o subestimare fundamentală a riscurilor pe termen lung. Inovația financiară, un alt factor, a jucat un rol semnificativ în desfășurarea crizei. Au apărut noi instrumente financiare, tehnologii și instituții financiare netradiționale, în timp ce sistemul de gestionare a riscurilor, supravegherea financiară, sistemul de reglementare au rămas neschimbate. În anii ce au urmat după criza financiară *subprime*, s-au realizat modificări și transformări, care, la rândul lor, pot genera vulnerabilități.

Activitatea economică și financiară globală depinde de capacitatea finanțării în USD. Utilizarea internațională largă a unei monede dominante generează beneficii semnificative SMFI, dar prezintă și riscuri. Beneficiile provin din efectele rețelei, care diminuează costurile transferului de capital și riscurile din jurul sistemului financiar. Riscurile sunt generate de expunerea multor investitori și debitori internaționali la dolarul SUA. În consecință, este posibil ca șocurile provenite din politica monetară americană, condițiile de credit ale SUA sau creșterile generale ale aversiunii la risc global să fie transmise sistemelor financiare naționale. Aceste dinamici sporesc imperativele gestionării riscului unei reduceri a fluxurilor transfrontaliere de către sistemele financiare naționale.

Modul în care răspundem la provocările privind digitalizarea monedelor internaționale depinde de comunitatea monetară internațională. Pe de o parte, se poate concentra pe eforturile de asigurare a prosperității sistemelor de plată private într-un spațiu care respectă prioritățile comune de politică globală. Sau, pe de altă parte, se pot accelera mobilizări, pentru a depăși punctele slabe, rămase în sistemele globale de plăți, în condițiile în care se crede că numai banii publici pot asigura un depozit sigur de valoare, o unitate de cont credibilă și un mijloc stabil de plată. Există și o a treia opțiune: realizarea concomitentă a ambelor posibilități și, prin urmare, crearea unui mediu în care sistemele de plăți publice și bazate pe piață se completează efectiv reciproc, modelând, în comun, universul plăților din secolul XXI.

FinTech prezintă oportunități unice pentru sistemele financiare. Schimbările rapide ale tehnologiei care transformă sistemul financiar vor permite instituțiilor financiare să îmbunătățească executarea diferitelor funcții de bază. Totuși unele aspecte ale tehnologiei fintech reprezintă provocări majore noi, -fără precedent. Ajustarea cadrului de reglementare a sistemelor financiare la provocările generate de FinTech este unul dintre obiectivele principale ale-noii configurații a arhitecturii financiare de după COVID-19.

Republica Moldova, ca orice altă țară, ar trebui să-și accepte responsabilitățile de promovare a unui SMFI deschis, flexibil și rezistent. Responsabilitatea înseamnă recunoașterea efectelor ireversibile între economii și sistemele financiare, dar și evaluările pentru atenuarea efectelor, care ar putea amplifica dinamica adversă. Responsabilitatea, totodată, presupune prezentarea politicilor financiare pentru evaluarea *inter pares* în cadrul FSB și revizuirea externă de către FMI. Toate acestea se rezumă la adoptarea unor politici macro coerente.

Republica Moldova este o țară cu o economie mică și deschisă, cu o cotă extrem de mare a remitențelor în PIB, cu un deficit de cont curent și o dependență tot mai mare de intrările financiare internaționale; toate acestea fac ca sistemul financiar al țării să fie vulnerabil la tendințele economice și financiare globale. Criza economică globală, indusă de COVID-19, a mărit și mai mult expunerile Republicii Moldova la evoluțiile externe.

Pandemia COVID-19 și consecințele acesteia au produs vulnerabilități asupra economiei mondiale, au evidențiat necesitatea unei rețele globale de siguranță financiară mai bună, care să ofere o mai mare protecție pentru piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare. Aceste țări, se confruntă cu presiuni economice semnificative chiar și în perioadele normale și au puțin spațiu de manevră, în fața șocurilor globale, atât de devastatoare. Având în vedere importanța crescândă a țărilor emergente în economia mondială, ajutarea lor la rezistența în fața unor astfel de șocuri ar trebui să fie în interesul economiilor avansate.

## BIBLIOGRAFIE

### surse în limba română

1. Acordul de Asociere între Republica Moldova, pe de o parte, și Uniunea Europeană și Comunitatea Europeană a Energiei Atomice și statele membre ale acestora, pe de altă parte. [online]. [citât 08.05.2021]. Disponibil: <https://www.mfa.gov.md/img/docs/Acordul-de-Asociere-RM-UE.pdf>.
2. Asistența tehnică [online]. [citât 05.08.2020]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/asistenta-tehnica>.
3. BRAN, P. *Relațiile financiare și monetare internaționale: economica fenomenului mondo-financiar și monetar*. București: Editura Economică, 1995. 303 p. ISBN 973-9198-20-1
4. BRAN, P., COSTICĂ, I. *Economica activității financiare și monetare internaționale*. București: Editura Economică, 2003. 567 p. ISBN 9735909251.
5. Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei: nr. 548-XIII din 21 iulie 1995. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2015, nr.297-300.
6. Legea cu privire la contractele de garanție financiară: nr. 184 din 22 iulie 2016. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2016, nr. 293-305.
7. Legea cu privire la organizațiile de creditare nebanară: nr. 1 din 16 martie 2018. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr. 108-112.
8. Legea privind garantarea depozitelor persoanelor fizice în sistemul bancar nr.575-XV din 26 decembrie 2003. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2004, nr.30-34/169.
9. Legea privind reglementarea valutară: nr.62-XVI din 21 martie 2008. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2016, nr. 423-429.
10. LOPOTENCO, V. Abordarea sistemului financiar și valutar internațional în contextul teoriei sistemelor complexe. În: *Analele Academiei de Studii Economice din Moldova*. Chișinău, 2012, ed. X, p. 207-215. ISBN 978-9975-75-608-2.
11. *Omul și opera* (I) - *Nicholas Georgescu-Roegen*. București: Editura Expert, 1996. 469 p. ISBN 973-97235-9-4
12. Registrul riscului de credit. [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/implementarea-registrului-riscului-de-credit-fost-finalizata>
13. Regulamentul cu privire la amortizoarele de capital ale băncilor, nr. 110 din 24 mai 2018. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr. 183-194.
14. Regulamentul cu privire la fondurile proprii ale băncilor și cerințele de capital, nr. 109 din 24 mai 2018. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr. 183-194.
15. Regulamentul privind cerințele de acoperire a necesarului de lichiditate pentru bănci, nr.44 din 26 februarie 2020. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*, 2018, nr.87-93.
16. Relația Republicii Moldova cu Fondul Monetar Internațional (FMI) [online]. [citât 07.05.2021]. Disponibil: <http://www.bnm.md/ro/content/relatia-republicii-moldova-cu-fondul-monetar-international-fmi>.
17. SECRIERU, A., LOPOTENCO, V., PÂRȚACHI, I., VEVERIȚĂ, I., MIJA, S. *Impactul adaptării sistemului financiar din Republica Moldova la standardele Uniunii Europene*. Chișinău: ASEM, 2020. 198p. ISBN 978-9975-3389-1-2.

### surse în limba engleză

18. About the Sustainable Development Goals [online]. [citât 04.09.2020]. Disponibil: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>
19. ACEMOGLU, D., ROBINSON, J. The Role of Institutions in Growth and Development. In: *Review of Economics and Institutions*, Vol. 1 – No. 2, Fall 2010. ISSN 2038-1379.

20. ADAMS, T.D. The IMF: back to basics. In: *E.M. Truman, Reforming the IMF for the 21st Century*, special report, Washington, DC: Institute for International Economics, 19 April 2006. pp. 133-138. ISBN: 9780881323870
21. ALLEGRET, J.P. *Economie monetaire internationale*. Paris: Hachette livre, 1997. 305 p. ISBN: 978-2011451392.
22. An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements [online]. Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements. 2010. ISBN 92-9197-836-1 [citat 05.05.2021]. Disponibil: <https://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
23. ANGINER, D., BERTAY, A. C. Deposit Insurance. In: Report ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 17, Iss. 1, 2019. pp. 3-8. ISSN 2511-7823
24. ARTHUR, W.B. *Complexity and the Economy*. Oxford: Oxford University Press; 1st edition, 2014. 240 p. ISBN 978-0199334292.
25. Articles of Agreement of the International Monetary Fund [online]. Art. I(ii). [citat 05.04.2021]. Disponibil: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>.
26. BAR-YAM, Y. 2021: Waiting for Biden [online]. [citat 28.04.2021]. Disponibil: <https://yaneerbaryam.medium.com/2021-waiting-for-biden-f6899bd21542>.
27. BAR-YAM, Y. Transition to extinction: Pandemics in a connected world [online]. [citat 28.04.2021]. Disponibil: <https://necsi.edu/transition-to-extinction>.
28. BASS, L., CLEMENTS, P., KAZMAN, R. *Software Architecture in Practice*, 3<sup>rd</sup> Edition. Boston: Addison Wesley, 2012, 640 p. ISBN 978-0321815736;
29. BECK, T. Bank competition and financial stability: friends or foe? In: World Bank Policy Research Working Paper 4656, June, 2008. p.31. ISSN: 1813-9450
30. BENCH, M. L. , GARRATT, R. Central bank cryptocurrencies[online]. In: BIS Quarterly Review, 2017, September. pp.55-70 [citat 18.03.2021]. Disponibil: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.pdf).
31. BERNSTEIN, E. M. 1976. The New International Monetary System. In Reflections on Jamaica. In: *Princeton Essays in International Finance*, 1976, no. 115. New Jersey: Princeton University.
32. BHARGAVA, V. Global issues global citizens: an introduction to key development challenges. Washington, D.C.: The World Bank, 2006. 490 p. ISBN 978-0-8213-6731-5.
33. BLACK, B. S. The Core Institutions that Support Strong Securities Markets. In: *Business Lawyer*, vol. 55, 1565-1607, 2000. ISSN 0021-9460 [online]. [citat 11.09.2019]. Disponibil: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=231120](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=231120).
34. BLACK, J. Paradoxes and Failures: 'New Governance' Techniques and the Financial Crisis. In: *The Modern Law Review*, Vol. 75, No. 6, 2012, pp. 1037-1063. ISSN 0026-7961.
35. BOORMAN, J.T., ICARD, A. *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*. New Delhi, India: SAGE Publications, 2011. 378 p. ASIN B01L1UX7LG.
36. BORDO, M., EICHENGREEN, B., KLINGEBIEL, D., MARTINEZ-PERIA, M. Is the crisis problem growing more severe? In: *Economic Policy*, 16:32, 2001. pp.51–82. ISSN: 02664658.
37. BORIO, C., GALATI, G., HEATH, A. FX reserve management: trends and challenges. In: *BIS papers*, 2008, No 40. 36 p. ISBN 92-9131-764-8.
38. BORIO, C., McCAULEY, R., McGUIRE P. Global credit and domestic credit boom [online]. In: *BIS Quarterly Review*, 2011, September. [citat 08.04.2021]. Disponibil: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1109f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109f.pdf).
39. BOUGHTON, J.M. Stabilizing International Finance: Can the System Be Saved? In: *Essays on International Finance*, volume 2 (september), 2014. Waterloo, Ontario: Centre for International Governance Innovation.

40. BOURGUINAT, H. *Finance internationale*. Paris: Presses Universitaires de France. 1999. 774 p. ISBN 978-2130445203.
41. BOYD, J., LEVINE, R., SMITH, B. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. In: *Journal of Monetary Economics*, 2000. ISSN: 0304-3932.
42. BROWN, G. A New Global Financial Architecture. In: *The Wall Street Journal Europe*, october, 1998.
43. BROWN, G. Statement by the Hon. GORDON BROWN, Governor of the Fund and Alternate Governor of the Bank for the UNITED KINGDOM, at the Joint Annual Discussion Press Release No. 54. October 6 - 8, 1998 [online]. [citat 20.03.2020]. Disponibil: <https://www.imf.org/external/am/1998/speeches/pr54gbe.pdf>.
44. CALVO, D., CRISANTO, J.C., HOHL, S., GUTIÉRREZ, P.G. Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?. In: *FSI Insights on policy implementation*, No 8, aprilie, 2018. 36 p. ISBN: 978-92-9259-140-3
45. CALVO, G. On dollarization. In: *The Economics of Transition*, 2002, Vol. 10, No 2, pp. 393-403. ISSN 2577-6983.
46. CAMDESSUS, M. Allocution de Michel Camdessus Président du Conseil d'administration et Directeur général du Fonds monétaire international à la séance de clôture conjointe de l'Assemblée annuelle Washington [online], 8 octobre 1998. [citat 20.03.2020]. Disponibil: <https://www.imf.org/external/am/1998/speeches/PR67F.pdf>.
47. CARNEY, M. The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System [online]. In: Jackson Hole Symposium 2019, 23 August [citat 18.04.2021]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/the-growing-challenges-for-monetary-policy-speech-by-mark-carney.pdf?la=en&hash=01A18270247C456901D4043F59D4B79F09B6BFBC>.
48. CARNEY, M. The evolution of the international monetary system [online]. [citat 06.04.2021]. Disponibil: Remarks by Governor of the Bank of Canada to the Foreign Policy Association, New York, 2009, 19 November. <https://www.bis.org/review/r091123c.pdf>.
49. CARNEY, M: Ten years on: fixing the fault lines of the global financial crisis. In: *Financial Stability Review*, Bank of France, no 21, pp 13–20, Aprilie, 2017.
50. CARTAPANIS, A., HERLAND, M. The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? In: *Review of International Political Economy*, Vol. 9, N. 2, May, 2002, pp. 257-283. ISSN: 09692290.
51. CHIȚU, L., EICHENGREEN, B., MEHL, A. When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets. In: *Journal of Development Economics*, 2014, Vol. 111(C), pp. 225-245. ISSN 0304-3878.
52. CHOU, K., CHIN, S. Human Capital, Financial Innovations and Growth: A Theoretical Approach. In: The University of Melbourne Department of Economics, Research Paper No: 826. 2001. [online]. [citat 05.08.2020]. Disponibil: <https://www.catalogue.nla.gov.au/Record/143028>
53. ČIHÁK, M., A., MARE, D., MELECKY, M. The nexus of financial inclusion and financial stability: A study of trade-offs and synergies [online]. In: World Bank Policy Research Working Paper, 2016, 6/21. [citat 12.02.2020]. Disponibil: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/24639/The0Nexus0of0f0e0offs0and0synergies.pdf?sequence=1>
54. ČIHÁK, M., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. FEYEN, E., LEVINE, R. Benchmarking Financial Development Around the World. In: *World Bank Policy Research Working Paper*, 6175, 2013. World Bank, Washington, DC.
55. ČIHÁK, M., DEMIRGÜÇ-KUNT, A., FEYEN E., LEVINE, R. Financial Development in 205 economies, 1960 to 2010 [online]. In: *NBER Working Paper* 18946. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <http://www.nber.org/papers/w18946>.



56. CŒURÉ, B. Digital challenges to the international monetary and financial system [online]. In: *Toulouse School of Economics conference on "The Future of the International Monetary System*. [citat 06.04.2021]. Disponibil: <https://www.bis.org/review/r190918b.pdf>.
57. CŒURÉ, B. The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective [online]. In: speech at the Council on Foreign Relations, New York City, 15 February 2019 [citat 06.04.2021]. Disponibil: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190215~15c89d887b.en.html>.
58. COHEN, B.J. *Organizing the World's Money: The Political Economy of International Monetary Relations*. New York: Basic Books, 1977.
59. COHEN, B.J. *The Future of the Global Economy: The Euro Versus the Dollar*. London: Routledge, 2011. 208 p. ISBN 978-0415781497.
60. COHN, A., FEHR, E., MARÉCHAL, M. A. Business culture and dishonesty in the banking industry. In: *Nature*, 516, 2014. pp.86–89. ISSN: 0028-0836.
61. COOPER, R., EICHENGREEN, B., HENNING, C.R., HULTHAM, G., PUTMAN, R.D. *Can nations agree?, Issues in International Economic Cooperation*. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1989. 313 p. ISBN: 978-0815711780.
62. CROCKETT, A. Reforming the Global Financial Architecture. In: *Asia and the Global Financial Crisis*. Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, Santa Barbara, Oct 18-20. 2009, p.191-201.
63. CROCKETT, A. What Have We Learned in the Past 50 Years about the International Financial Architecture? In: *Reserve Bank of Australia 50<sup>th</sup> Anniversary Symposium*, Sydney: Reserve bank of Australia, 2010. pp.77-85. ISBN: 978-0-9807068-8-8.
64. EICHENGREEN, B. *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press, 2010. 224 pages. ISBN: 780-199753789.
65. EICHENGREEN, B. Hegemonic stability theories of the international monetary system. In: *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 1987, No. 2193, 76 p.
66. EICHENGREEN, B. Reforming the International Financial Architecture after Ten Years: The View from Emerging Markets [online]. Prepared for the meeting of the Tokyo Club, Tokyo, Japan, 11-12 November 2008. [citat 04.09.2020]. Disponibil: [http://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20081111-12\\_Barry\\_Eichengreen.pdf](http://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20081111-12_Barry_Eichengreen.pdf).
67. EICHENGREEN, B., GROS, D. Post-COVID-19 Global Currency Order: Risks and Opportunities for the Euro [online]. In: *STUDY Requested by the ECON committee*, 2020 [citat 18.04.2021]. Disponibil: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652751/IPOL\\_STU\(2020\)652751\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652751/IPOL_STU(2020)652751_EN.pdf).
68. EICHENGREEN, B., MEHL, A., CHIȚU, L. *How global currencies work – Past, present and future*. New Jersey: Princeton University Press, 2017. 272 p. ISBN 9780691177007.
69. FANELLI, J., MEDHORA, R. The Emerging International Financial Architecture and Its Implications for Domestic Financial Architecture. In: *Domestic Finance and Global Capital in Latin America Conference*, Federal Reserve Bank of Atlanta. 2001.
70. Financial Infrastructure. Building Access Through Transparent and Stable Financial Systems [online]. Disponibil: <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/282044-1252596846652/FinancialInfrastructureReport.pdf>
71. Financial Consumer Protection [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: [http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good\\_Practices\\_for\\_Financial\\_CP.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good_Practices_for_Financial_CP.pdf).
72. Financial Inclusion Global Initiative (FIGI) [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/brief/figi>.

73. Financial Soundness Indicators: Compilation Guide [online]. [citat 23.09.2020]. Disponibil: <https://www.imf.org/en/Data/Statistics/FSI-guide>.
74. Financial Stability Board, 4th Annual Report, 2017. [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160118.pdf>
75. Financial Stability Implications from FinTech [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>.
76. FLANDREAU, M. Leçons d'architecture. În: *Economie Internationale*, La revue du CEPII, no 78, 2e trimestre 1999. ISSN: 1240-8093.
77. p.167–196. ISBN: 9781315657028.
78. FRANKEL, J.A. No single currency regime is right for all countries or at all times [online]. In: *NBER Working Paper*, 7338, 1999. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.nber.org/papers/w7338.pdf>.
79. GALVIN, J & Others. Synergy and disruption: Ten trends shaping fintech. In: *Global Banking Practice*, December 2018, McKinsey
80. GERMAIN, R. Reforming the international financial architecture the new political agenda. In: *Global Governance: critical perspectives*, eds. Rorden Wilkinson and Stephen Hughes (Routledge,. 2002), pp. 17-35. ISBN 0 415 268 389.
81. GIESE, J., HALDANE, A. COVID-19 and the financial system: a tale of two crises. In: *Oxford Review of Economic Policy*, 2020, Vol. 36, N. S1, pp. 200–214. ISSN 0266-903X.
82. GOLDSTEIN, M. Safeguarding Prosperity in a Global Financial System [online]. The Future International Financial Architecture (Goldstein Report), Washington DC: Institute for International Economics, 7 October 1999 [citat 04.09.2020]. Disponibil: [https://cfrd8-files.cfr.org/sites/default/files/report\\_pdf/Safeguarding\\_Prosperty.pdf](https://cfrd8-files.cfr.org/sites/default/files/report_pdf/Safeguarding_Prosperty.pdf).
83. GOLDSTEIN, M. *The Case for an International Banking Standard*. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 1997. 128 p. ISBN 9780881322446.
84. HAAS, P. Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination. In: *Knowledge, Power, and International Policy Coordination*, Vol. 46, No. 1, 1992. pp. 1-35. ISSN 0020-8183.
85. HALDANE, A., NELSON, B. Tails of the unexpected, speech given at The Credit Crisis Five Years [online]. In: *Unpacking the Crisis conference held at the University of Edinburgh Business School*, 2012. [citat 17. 02.2021]. Disponibil: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.363.9893&rep=rep1&type=pdf>.
86. Handbook on Constructing Composite Indicators. Methodology and user guide. Paris: Cedex. OECD 2008. ISBN 978-92-64-04345-9.
87. HAUSMANN, R., HIDALGO, C., BUSTOS, S., COSCIA, M., SIMOES, A., YILDIRIM, M. *The Atlas of Economic Complexity Mapping Paths to Prosperity*. Cambridge: MIT Press, 2013. 71 p. ISBN 978-0-262-52542-8.
88. HAYEK, F. A. The denationalization of money [online]. London: Institute for Economic Affairs, 1976. [citat 18.03.2021]. Disponibil: <https://iea.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/Denationalisation%20of%20Money.pdf>.
89. HOPKINSON, N. Managing the Global Economy: Prospects for a New Financial Architecture and Economic Recovery. In: *The Brown Journal of World Affairs*, Vol. 7, No. 2, Summer/Fall 2000, pp. 129-140. ISSN 1080-0786.
90. IFTEKHAR, H., KOETTER, M., WEDOW, M. Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency? In: *Journal of Banking and Finance*, 33, pp. 1446-1453, 2009. ISSN: 0378-4266.
91. IMADA T. *Self-Organization and Society*. Tokyo: Springer, 2008, 223 p. ISBN 9784431779193.
92. International Financial Architecture: A Progress Report Information Note by World Bank Staff, July 12, 2005. [online]. [citat 20.03.2020]. Disponibil: <http://www.worldbank.org/ifa/IFA%20progress%20report%202005.pdf>.

93. International Reserves and Foreign Currency Liquidity Washington, DC: IMF. 2013. 94 p. ISBN 9781484304228
94. ITO, H., KAWAI, M. Quantity and Quality Measures of Financial Development: Implications for Macroeconomic Performance. In: *Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review*, Vol.14, No.5, September 2018.
95. JACOBSSON, P., CROCKETT, A. 2011. *What financial system for the 21st century*[online].? Basel, June 26, 2011. [citat 11.09.2019]. <http://www.bis.org/events/agm2011/sp110626.pdf>
96. JAFFEE, D., LEVONIAN, M. The Structure of Banking Systems In Developed and Transition Economies. In: *European financial management*, vol. 7. N. 2, 2001. p.161-181. ISSN : 1354-7798.
97. JOHNSON, S., KWAK, J. *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. New York: Pantheon Books, 2010. 336 p. ISBN: 978-0307476609.
98. JOSPIN, L. Discours du Premier Ministre lors de l'ouverture de la conférence européenne sur le développement de la Banque Mondiale et du Conseil d'Analyse Economique [online], Paris, 26 juin 2000 [citat 20.03.2020]. Disponibil: <http://www.vie-publique.fr/cdp/texte/003001639.html>
99. KAMINSKY, G., REINHART, C. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In: *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, June 1999. pp.473-500. ISSN: 0002-8282.
100. KAPSTEIN, E. *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Cambridge, MA: Harvard Univ. Press, 1994. 216 p. ISBN: 9780674357587.
101. KARGBO, A.A., DING, Y., KARGBO, M. Financial development, human capital, and economic growth: New evidence from Sierra Leone. In: *Journal of Finance and Bank Management*, 4(1), 2016. 49-67. ISSN: 2333-6064.
102. KHAN, Mohsin S., SENHADJI, A., SMITH, B. Inflation and Financial Depth [online]. In: *International Monetary Fund, Working Paper* N. 44, 2001. [citat 11.09.2019]. Disponibil: <https://pdfs.semanticscholar.org/ca12/723769b9f287d19a268b95c3383615a070f2.pdf>.
103. KIMBAL, R. 2000. Failures in risk management. In: *New England Economic Review* (January/February), 2000. pp.3–12. ISSN: 0033-3409.
104. KINDLEBERGER, C. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 6rd ed. London: Palgrave Macmillan UK, 2005. 290 p. ISBN: 9780230536753.
105. KNOT, K Simplicity in the financial sector[online]. In: *at the 20th RiskMinds Global Risk Regulation Summit, Amsterdam, 2 December 2013*. [citat 11.09.2019]. <http://www.bis.org/events/agm2011/sp110626.pdf>
106. KOTHARI, S.P. The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market. In: *Building an Infrastructure for Financial Stability*, edited by E. S. Rosengren and J. S. Jordan. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 44, 2000. pp. 89-102.
107. KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospect [online]. In: *Exchange Rate Theory and Practice, NBER*. Chicago: University of Chicago Press, 1984 [citat 09.04.2021]. Disponibil: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6838/c6838.pdf>.
108. LAGARDE, K. The Role of Emerging Markets in a New Global Partnership for Growth by IMF Managing Director Christine Lagarde [online]. [citat 18.04.2021]. Disponibil: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp020416>
109. LAGO, I.M., DUTTAGUPTA, R., GOYAL, R. The Debate on the International Monetary System he International. In: IMF Staff Position Note, November 11. SPN/09/26, 2009.
110. LECKOW, R. The role of the International Monetary Fond in the liberazition of capital movements. In: *Wisconsin International Law Journal* 17, no.3, 1999. pp. 515-27. ISSN: 0743-7951.
111. LEVINE, R, LOAYZA, N., BECK, T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes [online]. In: *Central Bank of Chile, paper*, N. 56, 1999. [citat 11.09.2019]. Disponibil: <https://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/FinancialDevelopmentandGrowth.pdf>.

112. LEVINE, R. Finance, and growth: Theory, evidence, and mechanisms. In: *The Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: North Holland, 2005. ISBN 978-0-444-52041-8.
113. LITTLE, J.S., Olivei, G. *Rethinking the International Monetary System*. Honolulu: University Press of the Pacific, 2001. 292 p. ISBN: 978-0898755930.
114. LLEWELLYN, D. Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision [online]. In: The Basic Issues, Paper presented at the World Bank Seminar, Aligning Supervisory Structures to Country Needs, Washington DC, 6-7 June 2006. [citat 05.05.2021]. Disponibil: <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/2057292-1162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>.
115. LOPOTENCO, V. *Development of the new international financial architecture at the national financial systems level*. Warsaw: RS Global, 2021, 82 p. ISBN 978-83-960097-2-2.
116. LOPOTENCO, V. The Financial System Challenges of the Republic of Moldova in the Pandemic COVID 19 context. In: *International Journal of Innovative Technologies in Economy*. 2020, 4(31), 61-66. ISSN 2412-8368.
117. MAGGIORI, M., NEIMAN, B., SCHREGER, J. The rise of the dollar and fall of the euro as international currencies [online]. In: *AEA Papers and Proceedings*, 2019, Vol. 109 [citat 06.04.2021]. Disponibil: [https://scholar.harvard.edu/files/maggiiori/files/mns\\_pandp.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/maggiiori/files/mns_pandp.pdf).
118. MAJOR, A. Neoliberalism and the new international financial architecture. In: *Review of International Political Economy*, Vol. 19, N. 1, Jan, 2012, pp. 536-561. ISSN 09692290.
119. MERTON, R., BRODIE, Z. A conceptual framework for analyzing the financial environment. In: *The global financial system: a functional perspective*, Harvard Business School Press, Boston, 1995. p. 31-35.
120. MOSKOW, M. Financial Infrastructure in Emerging Economies. In: *Journal of Financial Intermediation*, 11, 2002. pp.354-361. ISSN: 1042-9573.
121. MUNDELL, R. Currency Areas, Exchange Rate Systems, and International Monetary Reform. In: *Journal of Applied Economics*, vol. 3, November, 2000. pp. 217-256. ISSN: 1514-0326.
122. MURAU, S., RINI, J., HAAS, A. (2020). The evolution of the Offshore US-Dollar System: Past, present and four possible futures. In: *Journal of Institutional Economics*, 2020, 16, pp.767-783. ISSN 17441374.
123. New consortium to tackle the problem of risky FinTech innovations [online]. In: *American Banker*, 06.03.2018. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.americanbanker.com/news/new-wef-consortium-aims-to-tackle-the-problem-of-risky-FinTech-innovations>.
124. NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge university press, 1996. 164 p. ISBN: 978-0521397346.
125. NUGEE, J. Foreign Reserves management. In: *Centre for Central Banking Studies*, Bank of England, Handbooks, 2009, No.19.
126. OBSTFELD, M. *Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalization* [online]. In: BIS Working Paper, 2015, 480 (January). [citat 08.04.2021]. Disponibil: <https://www.bis.org/publ/work480.pdf>.
127. OCAMPO, J. A. Why Should the Global Reserve System Be Reformed [online]? In: *Friedrich Ebert Stiftung, Dialogue on Globalization Briefing Paper*. New York. January 2010 [citat 05.04.2021]. Disponibil: <https://library.fes.de/pdf-files/iez/global/06952.pdf>.
128. OECD. Financial contagion in the era of globalised banking. In: *Economics department policy note*, 2012 No. 14
129. Officials: G-20 to supplant G-8 as international economic council [online]. In: *CNN*. 25 September 2009. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <http://edition.cnn.com/2009/US/09/24/us.g.twenty.summit/index.htm>.

130. PACTER, P. Global Accounting Standards— From Vision to Reality. In: *THE CPA JOURNAL*, 2014. pp.6-10, ISSN: 0732-8435.
131. PADOA-SCHIOPPA, T. The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and Global Monetary Disorder [online]. In: *Triffin Lecture*, Louvain-la-Neuve, 2010 [citat 18.03.2021]. Disponibil: [http://www.triffininternational.eu/images/RTI/lecturestriffin/TPS\\_Lecture\\_PDF.pdf](http://www.triffininternational.eu/images/RTI/lecturestriffin/TPS_Lecture_PDF.pdf).
132. PICCIOTTO, S. Fragmented States and International Rules of Law. In: *Social & Legal Studies* ,6(2), 1997. pp. 259-279. ISSN: 0964-6639.
133. PISTOR, K. A legal theory of finance. In: *Journal of Comparative Economics*, 41, 2013. pp. 315-330. ISSN: 0147-5967.
134. PISTOR, K., XU, Ch. *Incomplete Law*, In: *Columbia Law and Economics Working Paper*, No. 204, 2003
135. Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation. In: *General guidance and high-level checklist*, OECD 2010. 68 p.
136. ROCHET, J.Ch. Liquidity regulation and the lender of last resort. In: Banque de France. Financial Stability Review, February, 2008
137. ROLFE, A. Mobile money transactions equivalent of half of Kenya's GDP, Payments Cards and Mobile [online]. 2019, 25 January. [citat 06.04.2021]. Disponibil: <https://www.paymentscardsandmobile.com/mobile-money-transactions-half-of-kenyas-gdp/>.
138. RUBIA, C., GIUCCI, R., WALTER, W. German Economic Team Moldova How to absorb excess liquidity in the banking sector [online]? In: *Policy Paper Series*, PP/01, 2017 [citat 19.07.2020]. Disponibil: [https://www.get-moldau.de/wordpress/wp-content/uploads/2017/06/PP\\_01\\_2017\\_en.pdf](https://www.get-moldau.de/wordpress/wp-content/uploads/2017/06/PP_01_2017_en.pdf).
139. SACCOMANNI, F. Managing international financial stability [online]. Edited text of remarks by Mr. Fabrizio Saccomanni, Director General of the Bank of Italy, at a meeting at the Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 11 December 2008. [citat 04.09.2020]. Disponibil: <https://www.bis.org/review/r081217c.pdf>.
140. SCHINASI G.J. Defining Financial Stability. In: *IMF Working Paper*. № 187. International Monetary Fund, 2004. p.18. ISBN 9781451859546.
141. SCHMIDT, R.H., TYRELL, M. 2003. What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? In: *Working Paper Series: Finance & Accounting*, № 111, Johann Wolfgang Goethe-Universittes Frankfurt am Main.
142. SIMION, Y, MOREL, Ch. *Finance internationale*, 11 ed. Paris: Economica, 2015. ISBN 978-2717866025.
143. SOLOMON, R. *The International Monetary System, 1945-1981*. New York: Harper & Row, 1982.432 p. ISBN 978-0060150044.
144. SOROS, G. *Open Society. Reforming Global Capitalism*. New York, Public Affairs, 2000, 400 p. ISBN: 978-1586480196
145. SOROS, G. *The New Paradigm for Financial Markets*. New York: PublicAffairs, 2008. 162 p. ISBN: 978-1-58648-684-6.
146. Strengthening the International Monetary System: A Stocktaking [online]. Washington: International Monetary Fund, 2016 [citat 05.03.2021]. Disponibil: <http://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/strengtheningthe-international-monetary-system-a-stocktaking-pp5023>.
147. SVIRYDZENKA, K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. In: *IMF Working Paper*, WP/16/5. 2016. ISBN: 9781513583709.
148. TAMMING, A., PETROV, K. A Breakpoint for the Global Monetary System [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <http://www.financialsensearchive.com/editorials/petrov/2009/0112.html>.
149. The Appropriate Use of Customer Data in Financial Services [online]. In: *White Paper*, 2018, September [citat 19.04.2020]. Disponibil: [http://www3.weforum.org/docs/WP\\_Roadmap\\_Appropriate\\_Use\\_Customer\\_Data.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WP_Roadmap_Appropriate_Use_Customer_Data.pdf).

150. The Bali FinTech Agenda [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/10/11/pp101118-bali-FinTech-agenda>.
151. The Imf's Financial Surveillance Strategy [online]. [citat 11.09.2019]. Disponibil: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082812.pdf>.
152. TIMMIS, H. The global financial system and developing countries. K4D Helpdesk Report. Brighton, UK: Institute of Development Studies, 2018.
153. TRUMAN, E.M. Overview on IMF Reform. In: *E.M. Truman, Reforming the IMF for the 21st Century*, special report, Washington, DC: Institute for International Economics, 19 April 2006. 19 April 2006. pp. 30-42. ISBN: 9780881323870
154. TUCKER, P. Regulatory Reform, Stability, and Central Banking. In: Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Institution, January, 2014.
155. VAN HOORN, A. The global financial crisis and the values of professionals in finance: An empirical analysis. In: *Journal of Business Ethics*, 130, 2015. pp.253–269. ISSN 0167-4544.
156. WANG, H. China's Long March Toward Economic Rebalancing. In: *CIGI Policy Brief*, No. 38 (April), 2014. Waterloo, Ontario: Centre for International Governance Innovation..
157. World Bank (2012), Good Practices for Financial Consumer Protection, [http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good\\_Practices\\_for\\_Financial\\_CP.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good_Practices_for_Financial_CP.pdf).

#### Surse în limba rusă

158. АНДРОНОВА, Н. Перестройка мировой финансовой архитектуры: место и роль России. Москва: Дашков и К°, 2016. 605 с. ISBN 978-5-394-02568-6.
159. БУШУЕВ В. В. Взаимосвязь мировой финансовой системы и рынка нефти [online]. [citat 17.02.2021]. Disponibil: [www.energystrategy.ru/old/news/source/Bush\\_fin-oil1.htm](http://www.energystrategy.ru/old/news/source/Bush_fin-oil1.htm).
160. ВОВЧЕНКО, Н. Институциональные преобразования финансовой системы России в условиях глобализации. Ростов-на-Дону: РГЭУ РИНХ, 2006, 176 с. ISBN 978-5 7972-1368-0.
161. КРАСАВИНА, Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения, 5-е изд., Москва: Издательство Юрайт, 2019. 534 с. ISBN 978-5-534-08791-8.
162. МОИСЕЕВ, А. Международные финансовые организации. Правовые аспекты деятельности. Москва: Омега, 2006, 293 с. ISBN: 5-98119-503-7.
163. ПРИГОЖИН И. Р. От существующего к возникающему: Время и сложность в физических науках. Москва: Наука, 1985. 328 с.
164. ШИШКОВ Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ. В: Мировая экономика и международные отношения, 1999, № 11, с. 5–13. ISSN 0131–2227.
165. ШМЕЛЕВ, В. О реформе мировой финансовой архитектуры. În: Финансы. N. 8, 2010, с. 11. ISSN - 0869-446X.
166. ЯКИМКИН В.Н. Финансовый дилинг. Книга 1. Москва.: Омега-Л, 2001. 496 с. ISBN 5-98119-632-7.

#### surse de date statistice

167. Aggregated outstanding amounts on balance sheet accounts of Ukrainian banks [online]. [citat 13.11.2020]. Disponibil: [https://bank.gov.ua/control/en/publish/category?cat\\_id=73851](https://bank.gov.ua/control/en/publish/category?cat_id=73851);
168. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019. Washington, DC : International Monetary Fund, 2019. 73 p. ISBN 978-1-49832-457-1.
169. Bank of England. Financial Stability Report [online]. Issue No. 32, November 2012. [citat 05.08.2020]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2012/november-2012>.

170. Bank Regulation and Supervision Survey (2019) [online]. World Bank. [citat 05.08.2020]. Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr>.
171. BIS. Outstanding stock of international debt securities by currency of denomination [online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: [https://www.bis.org/statistics/about\\_securities\\_stats.htm](https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm).
172. Bitcoin - Bitcoin (Cryptocurrency) [online]. [citat 18.04.2021]. Disponibil: <https://www.upmyinterest.com/fund?tick=Bitcoin>.
173. BNM. Balanța de Plăți a Republicii Moldova [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dbp/DBP12.xhtml?id=0&lang=ro>.
174. BNM. Bilanțul contabil al băncilor licențiate [online]. [citat 13.11.2020]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB5.xhtml>.
175. BNM. Cererea și oferta de valută pe piața valutară în luna iulie 2021 [online]. [citat 30.09.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/ro/content/cererea-si-oferta-de-valuta-pe-piata-valutara-luna-martie-2021>.
176. BNM. Contul de profit sau pierdere [online]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB6.xhtml>; Banking system indicators [online]. [citat 13.11.2020].
177. BNM. Datoria externă brută la sfârșitul anului 2020 (date provizorii) [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/ro/content/datoria-externa-la-sfarsitul-anului-2020-date-provizorii>.
178. BNM. Informație privind activitatea economico-financiară a băncilor din RM [online]. [citat 13.11.2020]. Disponibil: <http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=ro>.
179. BNM. Piața valutară fără numerar a Republicii Moldova în luna iulie 2021.[online]. [citat 30.08.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/ro/content/piata-valutara-fara-numerar-republicii-moldova-luna-martie-2021>.
180. BNM. Raport anual 2019 [online]. [citat 20.04.2021]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB1.xhtml?id=0&lang=r>.
181. BNM. Structura depozitelor pe sectorul bancar [online]. [citat 19.07.2020]. Disponibil: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/drsb/DRSB10.xhtml>.
182. BNS. Comerț exterior [online]. [citat 20.04.2021]. Disponibil: <https://statistica.gov.md/category.php?l=ro&idc=336&>.
183. BNS. Statistica economică [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <https://statistica.gov.md/#idc=558&>.
184. CNPF [online]. [citat 07.05.2021]. Disponibil: <https://www.cnpf.md/ro/publicatiile-cnpf-6302.html>.
185. CNPF. Raport anual 2019 [online]. [citat 19.07.2020]. Disponibil: [https://www.cnpf.md/storage/old\\_site\\_files/file/Publicatii/Raport\\_Anual\\_2019.pdf](https://www.cnpf.md/storage/old_site_files/file/Publicatii/Raport_Anual_2019.pdf);
186. Cross-border claims by sector, currency and instrument; Summary of locational statistics, by currency, instrument and residence and sector of counterparty[online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/a1?m=S&p=20073&c=>.
187. Cross-border retail payments [online]. In: Committee on Payments and Market Infrastructures, 2018, February [citat 06.04.2021]. Disponibil: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d173.pdf>.
188. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS) [online]. [citat 23.03.2021]. Disponibil: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.
189. Doing Business 2020 [online]. [citat 30.04.2021]. Disponibil: <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>.
190. Export Growth Dynamics [online]. [citat 19.09.2021]. Disponibil: <https://atlas.cid.harvard.edu/countries/135/growth-dynamics>.

191. Financial Sector Review [online]. [citat 23.02.2021]. Disponibil: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/analytical\\_reports/2019/financial\\_sector\\_review\\_2020\\_feb\\_eng.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/analytical_reports/2019/financial_sector_review_2020_feb_eng.pdf).
192. Financial Stability Board, 4th Annual Report, 2017. [online]. [citat 19.04.2020]. Disponibil: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160118.pdf>.
193. Foreign direct investment, net inflows (% of GDP) [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>.
194. IMF. External Sector Report, 2020: Global Imbalances and the COVID. Washington, DC:IMF, 2020. 114 p. ISBN 978-1-51354-901-9.
195. IMF. Republic of Moldova. IMF Country Report No. 20/129. Washington, D.C.:IMF. 20 April, 2020
196. INDEX OF ECONOMIC FREEDOM [online]. [citat 07.05.2021]. Disponibil: <https://www.heritage.org/index/>.
197. Markets. Dollar Loses to Euro as Payment Currency for First Time in Years [online]. [citat 23.03.2021]. Disponibil: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-19/euro-tops-dollar-as-payments-currency-for-first-time-since-2013>.
198. Mobile payments worldwide - Statistics & Facts [online]. [citat 06.04.2021]. Disponibil: <https://www.statista.com/topics/4872/mobile-payments-worldwide/>.
199. Outstanding stock of international debt securities by currency of denomination [online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: [https://www.bis.org/statistics/about\\_securities\\_stats.htm](https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm); Cross-border claims by sector, currency and instrument.
200. REPUBLIC OF MOLDOVA. IMF Country Report No. 20/129. [online]. [citat 19.07.2020]. Disponibil: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/04/22/Republic-of-Moldova-Staff-Report-for-the-2020-Request-for-Disbursement-Under-the-Rapid-49364>.
201. Summary of locational statistics, by currency, instrument and residence and sector of counterparty [online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/a1?m=S&p=20073&c=>.
202. The atlas of economic complexity [online]. [citat 23.08.2021]. Disponibil: <https://atlas.cid.harvard.edu>.
203. The Chinn-Ito Index [online]. [citat 23.03.2021]. [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm).
204. The Global Competitiveness Report 2019 [online]. [citat 19.07.2020]. Disponibil: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf>.
205. The World Bank Data [online]. [citat 13.05.2021] Disponibil: <https://data.worldbank.org/indicator/fs.ast.prvt.gd.zs>.
206. The World Bank. International Debt Statistics, 2020 [online]. [citat 19.04.2021]. Disponibil: <http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/>.
207. Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2019 [online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: [https://www.bis.org/statistics/rpfx19\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf)
208. VIX Volatility Index - Historical Chart [online]. [citat 20.04.2021]. Disponibil: <https://www.macrotrends.net/2603/vix-volatility-index-historical-chart>.
209. World Bank. Bank Regulation and Supervision Survey (2019) [online]. [citat 05.08.2020]. Disponibil: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr>.
210. World Development Indicators 2019 [online]. [citat 18.03.2021]. Disponibil: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.
211. World Economic Outlook Database [online]. [citat 05.04.2021]. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2019/October/select-subjects?a=1&c=001,110,163,119,123,200,505,903,205,400,603>.



Tabelul A.1. Componenta subindicelui cantitativ al perspectivei financiare

Variabilele		Descrierea variabilelor		Sursa
ATMs per 100,000 adults	atm	Numărul bancomatelor la 100000 de adulți	<b>Acces</b> ( <i>acces</i> )	Financial access survey
Bank branches per 100,000 adults	bbm	Numărul sucursalelor bancare la 100000 de adulți		Financial access survey
Number of insurance corporations per 100000 adults	nic	Numărul corporațiilor de asigurare la 100000 de adulți		Financial access survey
Getting credit: Distance to frontier	gc	Accesul la creditare: distanța fiecărei economii față de „frontiera”, care reprezintă indicatorul cel mai performant de obținere a creditului observat din economiile incluse în Doing Business.		Doing business
Central bank assets to GDP	cbsa	Creanțele băncii centrale față de sectorul nefinanciar național ca pondere în PIB, calculate după metoda de deflație	<b>Profunzime</b> ( <i>detph</i> )	Global Financial Development
Financial system deposits to GDP	fsd	Depozitele din sistemul financiar raportate la PIB		Global Financial Development, FitchConnect
Non-life insurance premium volume to GDP	nli	Volumul primelor de asigurare non-viață raportate la PIB		Global Financial Development
Life insurance premium volume to GDP	li	Volumul primelor de asigurare de viață raportate la PIB		Global Financial Development
Domestic credit to private sector (% of GDP)	dcps	Datoria sectorului privat raportată la PIB		World development indicators
Liquid liabilities to GDP (%)	ll	Pasivele lichide (bani largi sau M3) raportate la PIB.		Global Financial Development
Gross portfolio debt assets to GDP (%)	gpda	Portofoliul creanțelor activelor brute (conturile de economii, obligațiunile, anuitățile și certificatele de depozit sunt active bazate pe datorii, deoarece reprezintă datorii ale emitentului) raportate la PIB		Global Financial Development, FitchConnect
Gross portfolio debt liabilities to GDP (%)	gpdl	Portofoliul creanțelor datoriilor brute ( obligațiuni, note, credite ipotecare și împrumuturi de orice fel, garantate sau negarantate și alte instrumente de creanță similare) raportate la PIB		Global Financial Development, FitchConnect
Gross portfolio equity assets to GDP (%)	gpea	Portofoliul activelor proprii brute (cote părți, acțiuni, și documente similare care, de obicei, denotă proprietatea asupra capitalurilor proprii) în PIB		Global Financial Development, FitchConnect
Gross portfolio equity liabilities to GDP (%)	gpel	Portofoliul datoriilor proprii brute (cote părți, acțiuni, și documente similare care, de obicei, denotă proprietatea asupra capitalurilor proprii) în PIB		Global Financial Development, FitchConnect

Sursa: elaborat de autor.

**Tabelul A.2. Componenta subindicelui calitativ al perspectivei financiare**

Variabilele		Descrierea variabilelor		Sursa
Bank return on assets (%)	bra	Rentabilitatea activelor bancare	<b>Eficiență</b> ( <i>efficiency</i> )	Global Financial Development, FitchConnect
Bank overhead costs to total assets (%)	bocta	Costurile bancare de regie în total active		Global Financial Development
Bank net interest margin (%)	bnim	Marja netă a dobânzii - valoarea rentabilității care măsoară cât câștigă o bancă din dobândă în comparație cu cheltuielile de ieșire pe care le plătește consumatorilor		Global Financial Development, FitchConnect
Bank noninterest income to total income (%)	bniti	Cota parte a veniturilor non dobândă în total venituri		Global Financial Development, FitchConnect
Bank return on equity (%)	bre	Rentabilitatea capitalului bancar		Global Financial Development, FitchConnect
Bank cost to income ratio (%)	bcir	Cota parte a cheltuielilor operaționale în total venituri operaționale		Global Financial Development
Liquid assets to deposits and short term funding (%)	ladstf	Cota parte a activelor lichide (ușor convertite în numerar) în finanțarea pe termen scurt	<b>Stabilitate</b> ( <i>stability</i> )	Global Financial Development
Bank non-performing loans to gross loans (%)	bnplgl	Cota parte a creditelor neperformante în total credite		World development indicators
Provisions to nonperforming loans (%)	pnl	Provizioane pentru credite neperformante		Global Financial Development
Bank Z-score	bzs	Probabilitatea defaultului sistemului bancar al țării $((ROA + (equity/assets))/\sigma(ROA))$		Global Financial Development
Bank credit to bank deposits (%)	bcbd	Raportul dintre creditele acordate de către bănci sectorului privat față de depozite		Global Financial Development, FitchConnect

**Sursa:** elaborat de autor.

**Tabelul A.3. Compoziția subindicelui infrastructurii financiare (IFI)**

Variabilele		Descrierea datelor	Categoria	Sursa
Government effectiveness	ge	Eficiența guvernării. Percepțiile privind calitatea serviciilor publice	<b>Guvernanța la nivel național</b> ( <i>GNL</i> )	Worldwide Governance Indicators
Shareholder governance index	sg	Indicele de guvernare a acționarilor. Nivelul indicelui de guvernanță a acționarilor face parte din componenta de protecție a investitorilor și se determină prin valoarea medie a indicelui drepturilor acționarilor, a gradului de proprietate și control și a indicelui de transparență corporativă.		The Global Competitiveness Report
Regulatory quality	rq	Calitatea reglementării Acest indicator face parte din Worldwide Governance Indicators	<b>Politica de reglementare</b> ( <i>RP</i> )	Worldwide Governance Indicators

		și arată capacitatea autorităților de a formula și implementa politici și reglementări solide.		
The strength of legal rights index	slri	Forța indicelui drepturilor legale. Indicele măsoară gradul în care legile privind garanțiile și falimentul protejează drepturile debitorilor și creditorilor și facilitează astfel împrumuturile		Doing business
Financing of SMEs	fsme	Finanțarea IMM-urilor. Acest indicator arată în ce măsură întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri) pot avea acces la finanțarea de care au nevoie pentru business-ul lor prin intermediul sectorului financiar.	<b>Infrastructura de lichiditate (LI)</b>	The Global Competitiveness Report
Depth of credit information index	dci	Profundimea informațiilor despre credit. Indicele profundității informațiilor despre credit măsoară normele care afectează domeniul de aplicare, accesibilitatea și calitatea informațiilor de credit disponibile prin intermediul registrelor publice sau private de credit.	<b>Infrastructura informațională și transparența (IIT)</b>	Doing business
Strength of auditing and accounting standards	saas	Puterea standardelor de audit și raportare. Acest indicator evaluează calitatea sistemelor și standardelor contabile ca parte a infrastructurii financiare		The Global Competitiveness Report
Strength of minority investor protection index	smipi	Protecția intereselor investitorilor minoritari. Indicatorul arată nivelul în care sunt protejate interesele acționarilor minoritari	<b>Arhitectura de protecție a consumatorilor (CPA)</b>	The Global Competitiveness Report
Extent of staff training	est	Nivelul pregătirii personalului. Prin intermediul acestui indicator se poate de determinat în ce măsură companiile investesc în formarea și dezvoltare angajaților.	<b>Structura și cultura sistemului financiar (OCFS)</b>	The Global Competitiveness Report

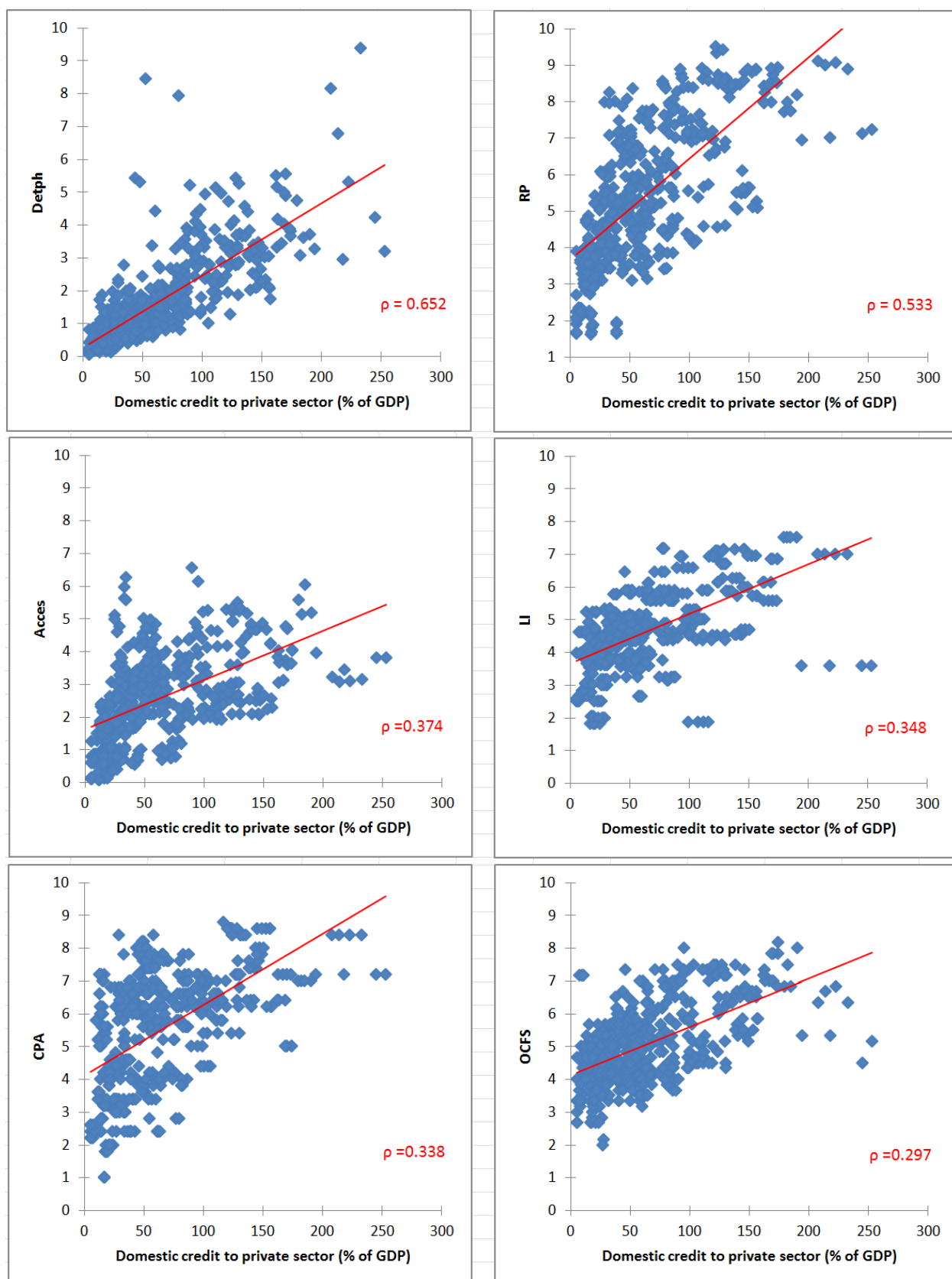
**Sursa:** elaborat de autor.

**Tabelul A.4. Valoarea indicelui perspectivei financiare în diferite țări, 2019**

Statele lumii	subind_can	subind_cal	subind_IFI	ind_FPI	Statele lumii	subin
Albania	1.24	4.68	5.82	3.91	Kyrgyz Republic	0
Algeria	0.52	5.52	3.09	3.04	Lao PDR	0
Angola	0.39	4.68	2.62	2.56	Latvia	1
Argentina	1.33	6.20	5.19	4.24	Lebanon	2
Armenia	1.34	4.77	5.62	3.91	Lesotho	1
Australia	2.95	4.83	7.72	5.17	Lithuania	1
Austria	2.48	5.00	7.13	4.87	Luxembourg	4
Azerbaijan	0.99	6.31	6.66	4.65	Madagascar	0
Bahrain	1.42	5.41	6.47	4.43	Malawi	0
Bangladesh	0.61	5.03	4.30	3.31	Malaysia	1
Barbados	2.38	5.29	4.39	4.02	Mali	0
Belgium	2.90	5.00	6.68	4.86	Malta	2
Benin	0.67	4.01	3.74	2.80	Mauritania	0
Bolivia	1.42	4.16	3.96	3.18	Mauritius	3
Bosnia and Herzegovina	1.52	4.83	5.05	3.80	Mexico	1
Botswana	1.12	4.89	5.67	3.89	Moldova	1
Brazil	1.51	5.35	5.50	4.12	Mongolia	2
Brunei Darussalam	1.64	5.49	6.62	4.58	Montenegro	2
Bulgaria	2.05	5.09	6.07	4.40	Morocco	1
Burkina Faso	0.63	5.15	3.53	3.11	Mozambique	0
Burundi	0.44	5.11	3.11	2.89	Namibia	1
Cabo Verde	1.40	4.78	4.17	3.45	Nepal	1
Cambodia	1.40	5.22	4.96	3.86	Netherlands	3
Cameroon	0.66	4.94	4.26	3.28	New Zealand	2
Canada	3.22	5.28	7.55	5.35	Nicaragua	0
Chad	0.37	3.07	2.71	2.05	Nigeria	1
Chile	1.65	4.70	6.26	4.20	North Macedonia	1
China	1.86	5.05	6.13	4.35	Norway	2
Colombia	1.52	4.93	6.64	4.36	Oman	0
Congo, Dem. Rep.	0.30	3.86	5.32	3.16	Pakistan	0
Costa Rica	1.54	3.71	6.03	3.76	Panama	1
Côte d'Ivoire	0.87	5.48	5.02	3.79	Paraguay	0
Croatia	1.82	4.69	5.54	4.02	Peru	1
Cyprus	2.71	4.18	6.30	4.40	Philippines	0
Czech Republic	1.71	5.55	6.61	4.62	Poland	1
Denmark	3.01	5.32	7.34	5.22	Portugal	2
Dominican Republic	0.93	4.77	5.22	3.64	Qatar	1
Ecuador	1.05	4.26	4.82	3.38	Romania	1
Egypt, Arab Rep.	1.03	6.23	5.79	4.35	Russian Federation	1
El Salvador	1.43	4.98	5.43	3.95	Rwanda	1
Estonia	1.56	4.48	6.75	4.27	Saudi Arabia	1
Ethiopia	0.52	5.30	3.00	2.94	Senegal	0
Finland	2.30	4.71	7.35	4.78	Serbia	1
France	2.90	5.25	6.68	4.94	Seychelles	2
Gabon	0.69	4.64	3.47	2.94	Singapore	2

<b>Gambia, The</b>	0.60	6.07	3.66	<b>3.44</b>	<b>Slovak Republic</b>	1
<b>Georgia</b>	1.66	5.08	6.94	<b>4.56</b>	<b>Slovenia</b>	1
<b>Germany</b>	2.35	5.03	7.24	<b>4.87</b>	<b>South Africa</b>	2
<b>Ghana</b>	0.79	5.52	5.22	<b>3.84</b>	<b>Spain</b>	2
<b>Greece</b>	1.63	3.31	5.36	<b>3.43</b>	<b>Sri Lanka</b>	2
<b>Guatemala</b>	1.36	4.80	5.45	<b>3.87</b>	<b>Sweden</b>	2
<b>Guinea</b>	0.34	5.86	4.14	<b>3.45</b>	<b>Switzerland</b>	3
<b>Haiti</b>	0.46	5.79	2.41	<b>2.89</b>	<b>Tajikistan</b>	0
<b>Honduras</b>	1.41	4.89	5.43	<b>3.91</b>	<b>Tanzania</b>	0
<b>Hong Kong SAR, China</b>	4.96	5.82	7.64	<b>6.14</b>	<b>Thailand</b>	2
<b>Hungary</b>	1.49	4.91	6.08	<b>4.16</b>	<b>Trinidad and Tobago</b>	1
<b>Iceland</b>	2.12	4.48	6.98	<b>4.52</b>	<b>Tunisia</b>	1
<b>India</b>	1.81	4.34	6.75	<b>4.30</b>	<b>Turkey</b>	1
<b>Indonesia</b>	1.26	4.87	6.34	<b>4.15</b>	<b>Uganda</b>	0
<b>Iran, Islamic Rep.</b>	1.55	5.15	3.92	<b>3.54</b>	<b>Ukraine</b>	1
<b>Ireland</b>	4.62	4.13	7.03	<b>5.26</b>	<b>United Arab Emirates</b>	1
<b>Israel</b>	2.02	5.00	7.21	<b>4.74</b>	<b>United Kingdom</b>	3
<b>Italy</b>	2.42	4.69	5.52	<b>4.21</b>	<b>United States</b>	3
<b>Jamaica</b>	1.70	4.86	6.32	<b>4.30</b>	<b>Uruguay</b>	1
<b>Japan</b>	3.62	4.89	6.72	<b>5.08</b>	<b>Venezuela, RB</b>	1
<b>Jordan</b>	1.31	5.82	6.51	<b>4.55</b>	<b>Vietnam</b>	1
<b>Kazakhstan</b>	1.09	6.12	6.59	<b>4.60</b>	<b>Yemen, Rep.</b>	0
<b>Kenya</b>	1.40	5.15	6.56	<b>4.37</b>	<b>Zambia</b>	1
<b>Korea, Rep.</b>	3.40	4.50	6.93	<b>4.94</b>	<b>Zimbabwe</b>	1
<b>Kuwait</b>	1.28	5.52	5.54	<b>4.11</b>	<b>media pe țări</b>	1

Sursa: datele analizei.



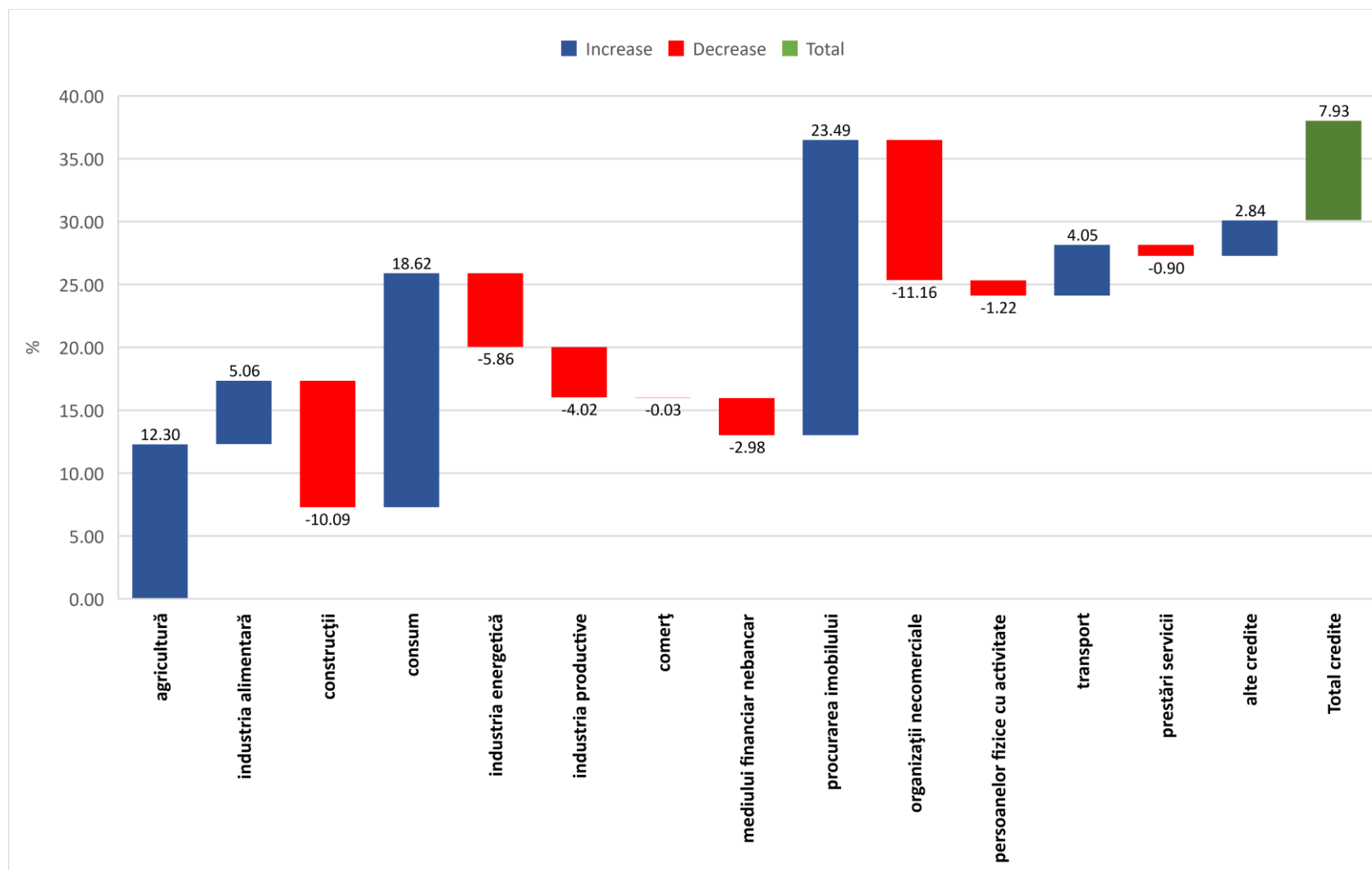
**Figura A.1. Corelația compartimentelor FPI cu indicatorul credit privat în PIB**

Sursa: datele analizei.



**Figura A.2. Corelația dintre subindicii dezvoltării financiare după grupuri de țări**

Sursa: datele analizei.



**Figura A.3. Evoluția portofoliului de credite pe sectorul bancar al RM (CAGR%, perioada 2014-2020)**

**Sursa:** calculat de autor.