ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Moinescu, Bogdan; Dumitrescu, Bogdan; Boitan, Iustina

Research Report

Taxarea tranzacțiilor financiare şi consecințele sale asupra creşterii economice, stabilității financiare şi finanțelor publice

Strategy and Policy Studies (SPOS), No. 2012,3

Provided in Cooperation with:
European Institute of Romania, Bucharest

Suggested Citation: Moinescu, Bogdan; Dumitrescu, Bogdan; Boitan, Iustina (2013) : Taxarea tranzacțiilor financiare şi consecințele sale asupra creşterii economice, stabilității financiare şi finanțelor publice, Strategy and Policy Studies (SPOS), No. 2012,3, ISBN 978-606-8202-34-1, European Institute of Romania, Bucharest

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/141813

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Institutul European din România

STUDII DE STRATEGIE ȘI POLITICI (SPOS) 2012
Studiul nr. 3

Taxarea tranzacțiilor financiare și consecințele sale asupra creșterii economice, stabilității financiare și finanțelor publice

Autori:

Conf. univ. dr. **Bogdan MOINESCU (coord.)**
Lect. univ. dr. **Bogdan DUMITRESCU**
Lect. univ. dr. **Iustina BOITAN**

București, 2013

Coordonator de proiect din partea Institutului European din România
Iulian Oneașcă

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
Moinescu, Bogdan

Taxarea tranzacțiilor financiare și consecințele sale asupra creșterii economice, stabilității financiare și finanțele publice / Bogdan Moinescu (coord.), Bogdan Dumitrescu, Iustina Boitan ; pref.: Gabriela Drăgan ; coord. proiect: Iulian Oneașcă. - București : Institutul European din România, 2013

Bibliogr.

ISBN 978-606-8202-34-1

I. Dumitrescu, Bogdan
II. Boitan, Iustina Alina
III. Drăgan, Gabriela (pref.)
IV. Oneașcă, Iulian (coord.)

341.217(4) UE
339.924(4)

© **Institutul European din România,** 2013
Bd. Regina Elisabeta nr. 7-9,
Sector 3, București
www.ier.ro

Grafică și DTP: Monica Dumitrescu
Poză copertă: www.sxc.hu

CUVÂNT ÎNAINTE

Promovarea unor politici publice bazate pe cercetări prealabile, riguros fundamentate, reprezintă un element esențial în furnizarea unor rezultate de calitate și cu impact pozitiv asupra vieții cetățenilor. Institutul European din România, în calitatea sa de instituție publică cu atribuții în sprijinirea formulării și aplicării politicilor Guvernului, a continuat și în anul 2012 programul de cercetare-dezvoltare dedicat *Studiilor de strategie și politici* (*Strategy and Policy Studies – SPOS*).

Programul SPOS își propune să sprijine fundamentarea și punerea în aplicare a politicilor Guvernului României în domeniul afacerilor europene prin oferirea de informații și soluții alternative decidenților politici. În anul 2012, în cadrul acestui proiect au fost realizate *patru studii*, care au abordat arii tematice relevante pentru evoluția României în context european. Cercetările au urmărit furnizarea unor **elemente de fundamentare** și a unor propuneri de măsuri în domenii cheie precum **politica de migrație** (*Perspectivele politicii de migrație în contextul demografic actual din România*), **sistemul de coordonare a afacerilor europene** (*Coordonarea afacerilor europene la nivel național. Mecanisme de colaborare între Guvern și Parlament în domeniul afacerilor europene. Studiu comparativ în statele membre UE*), **politica fiscală** (*Taxarea tranzacțiilor financiare și consecințele sale asupra creșterii economice, stabilității financiare și finanțelor publice*) și **politica de comerț exterior** (*Perspective și provocări ale exporturilor românești în perioada 2010-2014, prin prisma relațiilor comerciale bilaterale și regionale ale Uniunii Europene)*.

Studiul de față, *Taxarea tranzacțiilor financiare și consecințele sale asupra creșterii economice, stabilității financiare și finanțelor publice*, a beneficiat de contribuțiile unei valoroase echipe de cercetători formate din:

Dl **Bogdan Moinescu,** coordonator al studiului, este conferențiar universitar doctor la Departamentul de Monedă și Bănci al Facultății de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, Academia de Studii Economice, titular al disciplinelor "Stabilitate financiară" și "Managementul riscului" și director al unui program de master. Are atribuții de consilier pe probleme de gestiune a crizelor financiare în cadrul Băncii Naționale a României și de reprezentant în cadrul Grupului de lucru privind instrumentele macroprudențiale, înființat sub tutela Comitetului European pentru Risc Sistemic. A participat la acțiuni de evaluare internațională a stabilității financiare, fiind implicat frecvent în discuțiile cu experții CE, ai FMI și Băncii Mondiale. În calitate de expert pe probleme de stabilitate financiară, a contribuit la realizarea a numeroase studii de impact cantitativ, fundamentate pe importante dezvoltări metodologice implementate prin soluții IT complexe la nivelul instrumentarului de analiză micro și macroprudențială. Începând cu

2010, este expert al Programului TAIEX derulat de Comisia Europeană în cadrul politicii de vecinătate a Uniunii Europene, acordând asistență tehnică legată de gestionarea riscului sistemic și implementarea directivei privind cerințele de capital pentru autorități de supraveghere din Turcia, Macedonia și Ucraina.

Dna **Iustina Boitan** este lector universitar doctor, Departamentul de Monedă și Bănci din cadrul ASE București. A publicat numeroase articole în reviste cotate ISI, reviste indexate în baze de date internaționale și în volumele unor manifestări științifice internaționale și a participat în proiecte de cercetare cu finanțare națională. Principalele teme de cercetare abordate vizează sistemele bancare: eficiența și productivitatea activității bancare, stabilitatea financiară, supravegherea prudențială, gestionarea crizelor bancare.

Dl **Bogdan Dumitrescu** este lector universitar doctor, Departamentul de Monedă și bănci din cadrul ASE București și conduce Secretariatul tehnic al Consiliului fiscal. A urmat cursuri de specializare în macroeconomie, piețe financiare și politici fiscale la Joint Vienna Institute. A publicat numeroase articole în reviste cotate ISI, reviste indexate în baze de date internaționale și în volumele unor manifestări științifice internaționale și a participat în proiecte de cercetare cu finanțare națională. Principalele direcții de cercetare vizează problematica echilibrelor macroeconomice, sustenabilitatea politicilor fiscale și eficiența sistemelor bancare.

Pe parcursul realizării studiului, echipa de cercetători s-a bucurat de contribuția activă a dlui **Iulian Oneașcă** în calitate de coordonator de proiect din partea Institutului European din România, precum și de sprijinul unui grup de lucru, alcătuit din reprezentanți ai principalelor instituții ale administrației centrale cu atribuții în domeniu.

În final, adresez mulțumirile mele atât cercetătorilor, cât și tuturor celor care au sprijinit derularea acestui proiect.

Gabriela Drăgan

Director general al Institutului European din România

CUPRINS

Summary (sinteză în limba engleză) 9

Sinteză 39

Capitolul I. Limite și oportunități ale taxării tranacțiilor financiare ... 43
1.1.Elemente conceptuale 43
1.2. Scurt istoric al utilizării în practică 45
1.3. Propuneri recente 46
1.4. Argumente pro și contra implementării unei taxe pe tranzacții financiare 50

Capitolul II. Obiectivele Comisiei Europene privind taxarea tranzacțiilor financiare și situația intermedierii financiare în România 73
2.1. Asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE 73
2.2. Creșterea eficienței și stabilității piețelor financiare 76
2.3 Armonizarea taxării sistemului financiar 79

Capitolul III. Estimarea impactului bugetar inițial 85

Capitolul IV. Efectele multiplicatoare de rundă întâi în economia reală și impactul asupra creșterii economice 97
4.1. Cadrul metodologic 97
4.2. Datele utilizate 100
4.3. Analiza empirică 100

Capitolul V. Impactul TTF asupra stabilității financiare în România .. 105
5.1. Cadrul metodologic 105
5.2. Datele utilizate 112
5.3. Analiza empirică 116

Concluzii 121

Bibliografie 127

Lista figurilor, graficelor, tabelelor și anexelor

Figura 1 – Harta susținătorilor propunerii CE 49
Figura 2 - Canale de transmisie a efectelor introducerii taxei pe tranzacții nanciare 85
Figura 3 - Mecanismul de transmisie și efectul de reacție inversă 106

Graficul 1 – Evoluția solvabilității bancare 74
Graficul 2 Ponderea creditelor acordate clientelei nefinanciare în total 76
Graficul 3. Ponderea activelor deținute pentru tranzacționare în total activ 77
Graficul 4. Dinamica valorii noționale 78
Graficul 5 - Volume medii de tranzacționare pe piața titlurilor de stat 88
Graficul 6 - Evoluția spread-ului între cotațiile bid și ask pentru titluri de stat 89
Graficul 7 - Răspunsul acumulat al PIB și al FBCF la un șoc egal cu o deviație standard a cheltuielilor guvernamentale 101
Graficul 8 - Răspunsul acumulat al PIB la un șoc egal cu o deviație standard a creditului sectorului privat 103
Graficul 9 – Provizioane versus venituri nete din dobânzi, pe fondul unor rate de dobândă în creștere 107
Graficul 10 – Provizioane versus venituri nete din dobânzi, în funcție de dinamica creditării 108
Graficul 11 – Relația dintre ritmul creditării și riscul de credit doi ani mai târziu 113
Graficul 12 – Relația dintre ritmul creditării și veniturile nete din dobânzi 113
Graficul 13 – Relația dintre ritmul creditării și creșterea economică 114
Graficul 14 - Relația dintre creșterea economică și cheltuielile guvernamentale cu jumătate de an înainte 115
Graficul 15 - Impactul asupra reperelor de preț ale intermedierii financiare 116
Graficul 16 - Efectele asupra dinamicii creditării 118
Graficul 17 - Consecințele asupra formării valorii adăugate în economie 118
Graficul 18 - Impactul asupra cheltuielilor cu provizioanele 119
Graficul 19 - Consecințele asupra veniturilor nete din dobânzi 119
Graficul 20 - Impactul asupra adecvării capitalului 119

Tabelul 1 – Diferențe conceptuale între diferitele forme ale taxei pe servicii anciare 44
Tabelul 2 – Argumente pro și contra utilității TTF pentru eficiența piețelor financiare 51

Tabelul 3 – Argumente pro și contra utilității TTF pentru bugetul de stat 56
Tabelul 4 - Argumente pro și contra impactului TTF asupra costului intermedierii financiare 60
Tabelul 5 - Argumente pro și contra capacității TTF de a atenua factorii declanșatori ai crizei financiare internaționale 64
Tabelul 6 - Schema simplificată a mecanismului de taxare prin TTF 68
Tabelul 7 – Argumente pro și contra fezabilității TTF 71
Tabelul 8 - Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat 90
Tabelul 9 - Evoluția volumelor de tranzacționare medii zilnice din perioada 2001-2012 90
Tabelul 10 - Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor de pe Bursa de Valori București 91
Tabelul 11 - Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate 92
Tabelul 12 - Cheltuieli bugetare suplimentare cu dobânzile în urma taxării tranzacțiilor financiare 94
Tabelul 13 - Impact inițial asupra bugetului general consolidat generat de TTF 95
Tabelul 14 - Impactul agregat asupra bugetului general consolidat generat de TTF în lipsa unei implementări complete la nivelul UE 95
Tabelul 15 - Răspunsul la o majorare de 1% din PIB a cheltuielilor bugetare 101
Tabelul 16 - Răspunsul PIB la o majorare de 1% a creditului acordat sectorului privat 103
Tabelul 17 - Impactul TTF asupra bugetului, creșterii și sistemului bancar 120

Anexa 1 - Variabilele explicative candidate și ecuațiile corespunzătoare .. 135
Anexa 2 - Configurația sistemului de ecuații 138

Taxing financial transactions and its consequences on economic growth, financial stability and public finances

Summary

Introduction

The severity of the global financial crisis has highlighted **major structural limits** not only at the level of credit institutions' risk management strategies, but also in the **financial safety net**. There were very few rules at the onset of the international financial crisis, to determine the actions to be taken by the authorities in case of distressed banks. **Lender of last resort funding by central banks, deposit guarantee schemes and the prudential regulatory framework**, as they were before the crisis, **failed to stem the propagation of systemic shock** that spread to the entire European banking system, after the collapse of Lehman Brothers, in the mid-September 2008. The newly created situation showed that **public authorities do not have adequate means to handle the situation of distressed banks on today's globalized markets**. When a bank had been under stress, there was the risk of contaminating other financial institutions, including those beyond the borders of a country. During the systemic events, several major banks were in such a situation (Fortis, Lehman Brothers, Icelandic banks, Anglo Irish Bank, Dexia), which indicated that existing mechanisms were not effective, being necessary the design of additional elements, in order to allow a proper management of distressed financial institutions.

In the absence of particular mechanisms to allow for the orderly liquidation, EU Member States had no choice but to refinance the banking sector. Governments and central banks have resorted to considerable financial efforts so as to restore financial stability and to reposition economies on a sustainable growth path. Thus, an important part of the crisis' fiscal costs came from government contributions to support the financial sector. To ensure the continuity of supplying essential financial services for individuals and businesses, authorities were forced to inject public money into banks and to issue guarantees at an unprecedented level. **State aids approved by the European Commission to support the financial sector have amounted to 4.5 trillion euro, representing about 37 percent of the European Union GDP**.

The authorities' interventions, which varied in magnitude and nature of support measures, were located mainly in the developed countries. Generally, these proved decisive, having in view, among other things, banks' recapitalization,

buying distressed assets, extending government guarantees, injecting large amounts of liquidity at low cost. In this way, massive bank bankruptcies and imbalances in the economy have been avoided, but the burden of impaired public finances remained on the taxpayers' shoulders. In this context, representatives of national authorities and distinguished academics supported **the application of the principle „the polluter pays" at the financial system level**, taking also into account the positive impact that the introduction of this rule will have on environment protection policies. The main efforts were aimed at **developing tools for solving problem-banks situation** (*bridge bank, the bail-in mechanism*) **and creating bank resolution funds**, which, together with the deposit guarantee funds would ensure the financing of stabilization measures. These initiatives argue that, in the future, authorities will have the means to intervene decisively, both before the emergence of problems and in the first stage of any potential crisis event. In addition, when a bank's financial performance tends to get impaired irreversibly, the proposed measures will ensure the preserving of its critical functions, while the costs of recovery and / or restructuring will be borne by the owners and creditors, not by taxpayers. Thus, shareholders and subordinated creditors will be the first to suffer the consequences of a bank failure, and **bank resolution funds will be used to facilitate an orderly exit from the market of problem-entities** and not as an insurance against failure or to bail out banks. The passage of micro-prudential supervision at the European level is considered an essential part of this process. Also, it is expected that, subsequently, the Banking Union building process will be filled with additional measures, such as a common deposit insurance mechanism with extended financing and the integration of banking crises management component. In this context, the public can be convinced that banks which, in the future, will become insolvent, will be restructured or closed with minimum costs to taxpayers.

Efforts to reform the financial safety net were accompanied, also, by initiatives related to designing fiscal mechanisms meant to increase the financial institutions contribution to recovering the costs generated by responses to the economic crisis. Some EU Member States and the U.S. have already adopted (unilateral) measures for introducing different forms of the financial system's taxation (bank levy, financial transaction tax or taxes on financial institutions managers' bonuses). In this context, **the European Commission proposed, in late September 2011, a draft Directive on the common system of financial transactions tax** and amending Directive 2008/7/EC, leading to enhanced enforcement of single market rules and discouraging riskier activities taken on some financial market segments. According to the draft Directive, applying a FTT would be achieved starting with 2014, the stated aim being to ensure a decisive contribution to preserving the financial stability, in order to achieve sustainable growth in Europe.

In addition to the above, **our research aims to examine the draft Directive related to establishing a common system of financial transactions tax (FTT) through both the common European interests and the Romanian private ones**. The study will contribute to structuring an integrated approach so as to strengthen the macroeconomic policy framework, whose key role is to support the sustainable economic growth. The expected benefits, from the perspective of the *Europe 2020* objectives, are the redistributive effect resulted from additional taxation and the promotion of a regulatory framework, capable to diminish the risks taken by financial institutions.

The specific objective is to assess the consequences of a national implementation of the EC's draft Directive, by introducing a tax on financial transactions. The research aims at **achieving a cost-benefit analysis on the process of value added creation in the Romanian economy**. In this regard, it has been considered both estimates of the immediate effects on **bank lending** and of the multiplier ones on the real economy, generated by the **fiscal impulse** facilitated by the estimated revenues from the financial transactions tax.

The impact study has four sections, ending with the main conclusions and future research directions.

The first section consists of a comprehensive review of economic literature and of main views expressed by international institutions and governments related to the practical manner in which the financial sector should participate at supporting the costs of the current crisis. Opportunities and challenges of different proposals for the financial system taxation had been studied, conceptually, from the standpoint of five interlinked components, namely (1) the impact on the efficiency of financial markets and systemic risk; (2) the effect on the state budget; (3) the impact on the financial intermediation costs; (4) how to prevent future crises, starting from current financial turmoil highlights; (5) technical feasibility.

The second section of the research is focused on evaluating the explanatory memorandum accompanying the Directive proposal, through the characteristics of the interaction between the financial system, the government budget and the real economy in Romania. In this context, the study also reflects the degree to which the Romanian banking system has experienced high risk transactions, such as those that led to the international financial crisis and have contaminated on indirect channels numerous local markets. It also analyzes the nature of the support that public authorities in Romania have given to domestic credit institutions, in order to preserve their capital base and the degree of liquidity.

The third section of the impact study aims to evaluate the effect the FTT will have on the budget situation, at the time of entry into force. Using models proposed in the literature and considering tax levels consistent with the EC's

Directive proposal, the study has estimated the projected revenues that could be collected to the budget. The analysis estimates the first-round effects, both in the case of reducing the EU budget contribution foreseen by the draft Directive, as well as in the case of maintaining the current framework, due to the possible application of the enhanced cooperation procedure.

The fourth section of the impact study is aimed at assessing the effects on financial stability in Romania, also proposing actions associated with the introduction of the FTT, in the context of maintaining systemic risk at a manageable level. The economic impact is judged in terms of growth impairment, assessing whether newly created revenues can contribute, through redistributive effect, on economic growth, offsetting the potential negative effects due to the adjustment of financial intermediation. In this regard, there have been highlighted key challenges on local financial institutions, associated with implementing a FTT as proposed by the EC, and have been evaluated potential effects on the financial performance, on the financing ability and business model. In addition, the research examines the extent to which financial institutions can transfer the FTT costs to final customers.

The last section of the study summarizes the conclusions related to the appropriateness of introducing a FTT in Romania, in the context of formulating several elements necessary to support the national position towards the EC's proposal, based on the results of the impact assessment on financial sector stability and economic growth.

Chapter I. Limits and opportunities of taxing financial transactions

In the economic literature the term *financial transaction tax* has a broad interpretation, referring to the entire range of taxes charged on transactions with various financial products (e.g. securities transactions tax, currency transaction tax). However, the lack of a comprehensive, generally accepted and internationally harmonized framework, likely to minimize the substitutability of assets and cross-border migration of transactions, resulted in the formation of a heterogeneous set of options for taxes applied at national level (Schubert, 2011).

Proposals for the introduction of financial levies have re-emerged, on the background of international debates related to finding solutions in order to rebalance national budgets, significantly affected by the financial crisis.

The European Commission has proposed, in late September 2011, a draft Directive on the common system of financial transactions tax and on amending Directive 2008/7/EC, meant to enhance the enforcement of single

market rules and to discourage risk taking activities on some financial market segments. According to the draft Directive, applying a FTT would be achieved starting with 2014, the stated aim being to ensure a decisive contribution to preserving financial stability, in order to achieve sustainable growth in Europe.

Public debates on the financial transactions tax valences and risks can be structured on five interlinked components, namely (1) the impact on the efficiency of financial markets and systemic risk; (2) the effect on the state budget; (3) the impact on the financial intermediation costs; (4) how to prevent future crises, starting from current financial turmoil highlights; (5) technical feasibility.

The main views expressed by distinguished members of academia, international institutions and representatives of EU Member States related to the practical manner in which the financial sector should participate at supporting the costs of the current crisis **revealed the existing polarization between supporters and opponents of the FTT**.

1) Impact on the efficiency of financial markets and systemic risk

According to FTT supporters, the option to tax financial system, complementary to existing regulations, is perceived as being subordinated to the desiderate of strengthening the efficient functioning of financial markets, by reducing negative externalities and the various forms of market failure: i) limits the financial assets' price volatility; ii) compresses the volume and frequency of short-term speculative transactions; iii) limits the overrated nature of the ratings assigned to structured products.

FTT main criticisms are: i) it decreases the number of transactions and / or their volume, which may produce effects in terms of a decline in market liquidity (European Commission 2010, IMF 2011; McCulloch, Pacillo 2011); ii) the increase of transaction costs may reduce market liquidity and increase volatility (Lanne, Vesala 2006; Schich, Kim 2010; Wagner, Smith, Rigby 2012); iii) the introduction of an FTT will not prove efficient in correcting deficiencies in the functioning of financial markets (CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis 2011); iv) discourages transactions with financial instruments used for hedging purposes (Reisein 2002; International Swaps and Derivatives Association 2011; BlackRock 2011; European Banking Federation 2012; European Insurance and Reinsurance Federation 2012); v) the unfair nature of the tax, if it fails to cover all institutions and financial instruments underlying the financial crisis (Federation of European Securities Exchanges 2010; the International Council of Securities Associations 2011); vi) the application of FTT will have a harmful impact on the industry of asset management companies, undertakings for collective investment in transferable securities and money market funds, as it will compromise the attractiveness of investments in stocks and bonds, it will lead to a restriction of the European economy's long term financing and will

cause migration of institutional and retail investors capital to other long-term saving products (bank deposits, life insurance) that are not covered by the tax (European Fund and Asset Management Association 2011).

2) The effect on the state budget

Arguments supporting the finding that FTT is a tool with significant potential for collecting state revenues are related to the following aspects: i) the European Commission (2012) estimated that, for a FTT level of 0.1% for securities and 0.01% for derivatives, the fee being charged to both parties involved in the transaction, the revenue generated would be of 57 billion euro; ii) having as starting point the EC's model, Griffith-Jones and Persaud (2012) estimated that the impact of FTT introduction on the Europe GDP would be positive, of about 0.25%; iii) the applying of a FTT of only 5 basis points to the notional value of derivatives would increase the amount of the revenue collected at about 215 billion euro (about 1.6% of EU GDP) in the EU 27 (Schulmeister 2010); iv) British and Brazil experience shows that the FTT allows raising significant amounts for the state budget, at reduced administrative costs; v) it doesn't require the taxpayers' fulfilment of bureaucratic procedures (such as completion of specific statements) and is collected automatically; vi) it is harder to be avoided than other taxes and is not vulnerable to corruption, because financial transactions can be tracked through the IT infrastructure used by payment and settlement systems.

The main criticisms are related to the perception that the effectiveness of revenue collection for the state budget will be poor: i) revenues from FTT are not sustainable and will not be sufficient to be used as justification for the significant costs at which the economy will be exposed to (Association for Financial Markets in Europe 2011; Ernst & Young 2011; European Banking Federation 2012; Eichengreen 2012); ii) it hasn't been taken into account the tax cascading effect (IMF 2010; EFAMA 2011; Oxera 2011; Clifford Chance 2011; European Banking Federation 2012); iii) the geographical distribution of revenue is strongly asymmetrical, being advantaged the countries that are powerful financial centres; iv) the negative effect on economic growth (UK European Scrutiny Committee 2011; Ernst & Young 2011; Oxera 2012); v) diminishes, indirectly, other sources of income to the state budget (Oxera 2011; Oxera 2012).

3) Impact on the financial intermediation's costs

FTT supporters argue that the introduction of such a tax would have a minor impact on the cost of financial intermediation, as regulations and competition in the financial system make the transfer of costs to customers unlikely (Hillman and Ashford, 2012).

The main opinions of FTT opponents are: i) the risk of transferring the tax burden from taxpayers to businesses and final consumers is not subject of materiality (European Commission 2010, Association of German Banks 2010; British Bankers' Association 2010; Centre for Policy Studies 2012; European Banking Federation 2012); ii) the increase of bank financing costs (European Banking Federation 2012; European Association of Co-operative banks 2012); iii) the increase of costs associated to long-term saving products offered by pension funds and investment funds (EFAMA 2012); iv) the increase of foreign exchange transactions costs by 3 to 7 times the original level, and up to 18 times for currency swaps (Wagner, Smith, Rigby 2012); v) capital flight out of EU (Oxera 2011).

4) How to prevent future crises, starting from current financial turmoil highlights

Arguments in favour of FTT's ability to mitigate the triggers of the global financial crisis are: i) substantial limitation of derivative transactions; ii) increases the cost of speculative transactions; iii) charges each step in the process of creating structured products (Schäfer, 2012).

FTT critics note that the manner it would address the financial crisis causes is doubtful: i) it is not oriented towards the main sources of financial instability (FMI 2010; Vella 2012); ii) the statement that levying an FTT will help reduce the likelihood of financial crisis occurrence is not supported by any empirical evidence.

5) Technical feasibility

In terms of FTT's technical and architectural feasibility, it have emerged the following supporting opinions: i) easy tax collection on the regulated markets (Stiglitz 2009; Schmidt, Schulmeister and Jetin 2010; Schmidt 2010; Schuberth, Schulmeister 2011); ii) the global adoption of FTT is a precondition for maximizing potential revenues (Advisory Group on Finance 2010; Yeandle 2012; European Association of Co-operative Banks 2012).

The arguments pointing that the implementation of FTT, both technically and architecturally, proves problematic concern, mainly, the following aspects: i) the collection of the tax from the OTC markets is difficult to manage; ii) there is the risk of transactions migration to bilateral trading or exchanges that don't apply the tax (Schuberth, Schulmeister 2011; Eichengreen 2012); iii) the risk of private capital exit (EFAMA 2011); iv) unilateral applying of FTT deteriorates the competitive climate.

Chapter II. The objectives of the European Commission on financial transactions taxes and the financial intermediation in Romania

The second part of the research aimed at assessing the explanatory memorandum accompanying the EC's proposal for a Directive on the taxation of financial transactions, from the standpoint of the characteristics of the interaction between financial system, government budget and the real economy in Romania. The operational objective of this section is **to assess the degree to which the Romanian banking system's activity,** both in the period before and after the international financial crisis onset, **can justify the three dimensions of the proposed tax**, namely: (1) providing a fair contribution of the financial sector to fiscal consolidation in the EU Member States (*reparatory taxation*); (2) increasing the efficiency and stability of financial markets (*corrective taxation*); (3) harmonizing financial sector taxation in Europe (*harmonized taxation*).

Judging both on historical basis and prospective, **the reparatory taxation component cannot be justified economically for our country**, because there were not used public funds to recapitalize credit institutions and the new framework comprising stabilization measures will not allow this type of operations neither in future, since the development of the Banking Restructuring Fund allows the resolution of problem banks by means of credit institutions contributions. Also, preventively, the regulatory framework has been strengthened, with a focus on the banking system safety net. Thus, the bank deposit guarantee ceiling rose in line with European developments and has been created the legal framework for the use of specific tools for resolving distressed banks.

The corrective taxation of the Romanian banking system has also weak economic fundamentals, given the fact that financial institutions in Romania depicted a traditional business model, both in the period preceding the global financial crisis and after its onset. The low ratio of trading book amounts in total bank investments (less than 5%) as a trend of the last four years reveals the limited exposure to this type of operations. In addition, financial institutions in Romania haven't carried out securitization transactions, haven't issued structured financial products and didn't hold in their portfolios securities resulting from the securitization of high risk loan packages. Regarding derivative transactions, they have an insignificant share in total banking operations conducted, which indicates a relatively limited financial sophistication of the big players in the domestic banking system (BCR, BRD, BT, Raiffeisen, Unicredit, Volksbank, Bancpost and CEC, whose market share amounts to approximately 70 percent of the banking system's net assets at December 31, 2011).

Regarding the **harmonized taxation**, as a member state of the European Union, Romania has as main objective the convergence towards the single

market, a process that involves legal harmonization, too. However, **the risk of regulatory arbitrage** is small, as a result of the insignificant involvement of intermediaries in Romania in international financial markets. The expressed concerns relate to the possible relocation of investments from the financial sectors of countries opting for introducing the tax, to those who do not take such a fiscal measure. However, even in the absence of taxation, Romanian financial system benefits from favourable capital relocations are not to be expected. The solvent demand for financial products is limited and financial intermediation costs are still high compared to those of other Member States, proportionally with Romania's sovereign risk premium. The highest risk is the reputational one, provided that the absence of an integrated approach at the European institutions level can be interpreted as inconsistency in public policies.

Chapter III. The assessment of the initial budgetary impact

The introduction of an FTT would have a complex effect on the general government budget, acting through at least three channels. First, the introduction of taxation will generate additional revenues to the budget through the taxation of financial transactions covered by the FTT. Second, investors will try, to some extent, to recover the higher transaction costs, by claiming higher yields, resulting in additional interest expenses for the Romanian state in the process of refinancing public debt. Thirdly, the introduction of the tax in the European Union countries is expected to generate substantial savings in terms of Member States' contributions to the EU budget (EUB), in view of the proposal to reduce individual contributions based on gross national income by the amounts collected through the FTT.

The estimation of potential revenues generated by the tax implementation was based on the method used by the European Commission to estimate potential revenues from the EU, applied in Romania, namely by using data on volumes traded in the secondary market for government bonds, the value of transactions on the Bucharest Stock Exchange and traded volumes on derivatives, using certain assumptions for elasticities with respect to transaction costs and the reallocation rate. In this context, we have presented an optimistic scenario and a pessimistic one regarding the evolution of trading volumes as a consequence of the FTT implementation, the results being expressed as a range.

The aggregate budgetary effect generated by the FTT implementation shows that the revenue potential varies between 445-959 million lei (in case of a level of 0.1% for transactions with stocks, bonds and government securities) and between 412-1716 million lei (for a level of 0.2% for transactions involving

stocks, bonds and government securities) depending on the response of market participants. Assuming an elasticity of -1, respectively the average of the values considered and the minimum rates of 0.1% and 0.01%, **the revenues from applying the financial transactions tax would register a level of 651 million lei, respectively 0.11% of the GDP estimated for 2012.**

Regarding the structure of direct revenues collected as a result of the introduction of an FTT, it must be noted that most of them come from taxing transactions with government bonds on the secondary market, as a result of higher transaction volumes in this financial market segment compared to transactions at the Bucharest Stock Exchange. **The share of potential revenues from taxing government securities transactions varies between 82% and 94% of total revenue potential**, representing the main source of revenues for the general consolidated budget in the event of implementing the proposal for the FTT introduction These scenarios can be explained by the early stage of development of the stock market in Romania, characterized by low liquidity and insignificant contribution in financing the economy, compared to the one of the banking system. Also, the latter is based mainly on traditional activities, while transactions involving derivatives are rarely used, which implies that the revenue potential of charging these transactions is not material. Instead, the government securities market has grown dramatically in recent years, a trend encouraged by the growing financing needs of the State, determined both by the emergence of high deficits in recent years, and the need for rolling over the public debt, its level increasing sharply since the crisis.

The introduction of the financial transactions tax will also influence budgetary expenditures, given that the investors in government securities, in order to partially recover higher transaction costs, will pretend higher yields for lending the Romanian state. The additional interest costs were estimated using the assumption that the extra yield will have to cover the cost of the FTT for at least one transaction in the secondary market, considering half of the average maturity of government securities, estimated through the remaining term to maturity listed in *The Public Debt Management Strategy for 2012-2014*.

Thus, considering a debt service between 10 and 11% of GDP and an average government securities remaining maturity of 4.2 years, the additional interest costs would be around 70 million lei, considering data from 2012-2013. Therefore, the net direct budgetary impact must include an adjustment of direct revenues, taking into account the additional interest expenses generated by the investor claims for higher yields.

The introduction of the financial transactions tax will also have an indirect budgetary impact, as a result of the reduced contribution of Romania to the EU budget. The European Commission proposes that two thirds of the money

collected by FTT should be directed to the EU budget, while the third part would remain in each Member State. Thus, the total contribution of Member States on the basis of gross national income (GNI) to the EU budget will be adjusted with the proceeds from the FTT. In 2011, the amounts collected from GNI were about 95 billion euro while Romania's contribution was of 0.965 billion. The EC estimated that the introduction of an FTT would generate annual tax revenues of 57 billion euro, using available data for 2010, and that each member state would save about 40 percent of the current contribution based on GNI (indicating a level of 50 percent in 2020). Therefore, **applying a level of 40 percent would result in a saving of 0.386 billion euro in Romania's consolidated budget**. Basically, Romania would be a net beneficiary of this proposal, due to the fact that the amounts collected are used to reduce individual contributions to the same extent for all countries, regardless of the amount collected nationally.

Summing up the direct and indirect effects for the general consolidated budget, we can say that the introduction of an FTT in Romania **would generate first-round benefits for the general consolidated budget over three times higher than the cost for the financial sector**, mainly due to savings from the GNI-based contribution to the EU budget (see table 1).

Table 1. The initial impact on the consolidated budget generated by the FTT implementation

Financial system/ Real economy (*million lei*)	**General consolidated budget balance of Romania (*million lei*)**	**Romania's contribution to the EU budget *(million lei)***
- 651, of which - 217 (GCB) - 434 (EUB) + 70	 + 217 + 1737 -70	 + 434 - 1737
-581	**+1884**	**- 1303**

Source: own calculations

This would be true only in the event that an agreement would be reached between all member states in order to adopt the European Commission's proposal for the FTT implementation. Otherwise, supporting countries will decide to continue the initiative through enhanced cooperation procedures and the savings from the contribution to the EU budget will not materialize (see table 2).

Table 2. The aggregate impact on the general consolidated budget from adopting the FTT in the absence of full implementation in the EU

Financial system/ Real economy (*million lei*)	General consolidated budget balance of Romania (*million lei*)	Romania's contribution to the EU budget (*million lei*)
- 651, din care - 651 (BGC) - 0 (BUE) + 70	+ 651 + 0 -70	+ 0 - 0
-581	**+581**	**0**

Source: own calculations

In these circumstances, the balance of the consolidated budget would improve in the first year of the FTT implementation with only 0.6 billion lei. The value mentioned would, however, decrease in the coming years because interest expenses will multiply, amid higher costs for rolling over the public debt. Thus, additional interest expenses would amount to 140 million lei in the second year of application, compared to the 70 million registered in the first year.

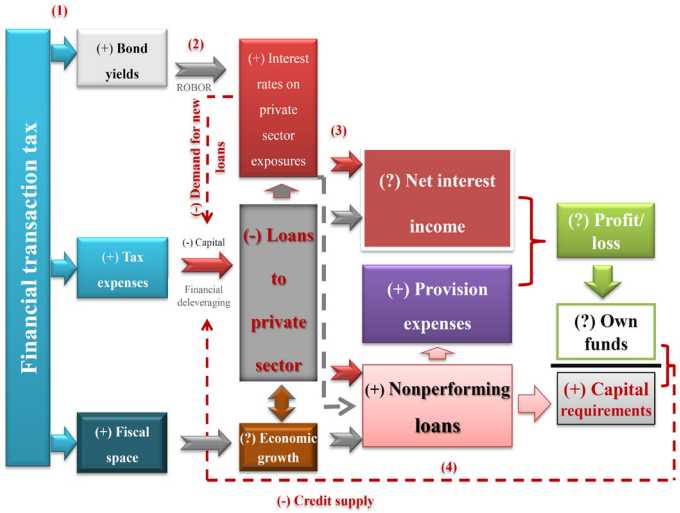
Chapter IV. FTT impact on financial stability in Romania

1. Methodological framework

FTT impact on financial stability has been assessed through **the price and volume effects on the level of financial intermediation**, both on **nonperforming loans**' size and on **net interest incomes**. The third channel is represented by t**he second-round effect related on economic growth**. At the core of this last component are the results obtained in the previous chapter; it is relevant for sizing the development of the banking loans' repayment ability, following the presumed application of the financial transaction tax.

The transmission mechanism of the FTT on the credit portfolio quality and on the profit and loss account has three stages (see figure 1). In addition, a fourth stage has been considered to highlight the feedback effects from the nonperforming loans dynamics to the lending dynamics.

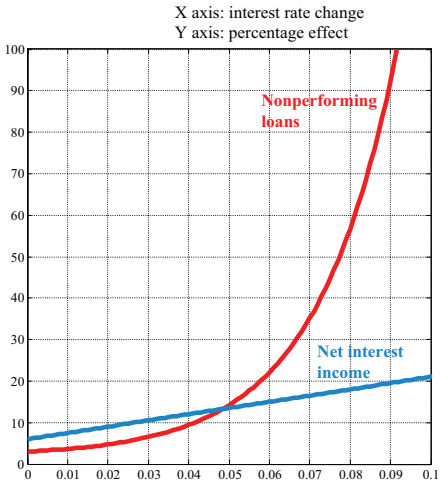
Figure 1: The transmission mechanism and the feedback effect



The first stage of the transmission mechanism is related to **the impact of FTT** introduction on **the government bond yields**, **on credit institutions' debt to state budget and, not the least, the fiscal space**. The sizes of effects at this stage were evaluated in the previous chapter. *The second stage* **reflects the subsequent effects on interest rates charged in relation to private customers**, as well as on **the lending pace**. In the first case it is assumed, first, the complete translation of the interest excess to the 3M ROBOR rate, considering that the yield on government securities is the risk-free rate for domestic financial activities. The modification in interbank interest is reflected, then, in different proportions, according to the econometric evaluation, in the dynamics of interest rates on loans and deposits denominated in local currency. In the second case it is considered the private sector credit contraction, determined as the effect of initial deleveraging, according to the econometric evaluation. These variables affect further (as part of the third stage), both **net interest income** and **loan portfolio quality** (*the third stage*).

The nonperforming loans development determines the dynamics of provisioning costs in a ratio of one to one, in view of the maintaining of the provisions coverage levels close to 100 percent for the entire period that followed the international financial crisis (NBR-Financial Stability Report 2012/pg. 64). However, **feedback effects from the solvency damaging to the flow of new credit** to private sector were also considered (*stage four*). The reaction of nonperforming loans to changes in interest rates is expressed as an exponential function (see figure 2).

Figure 2 – Provisions versus net interest income, on the background of rising interest rates



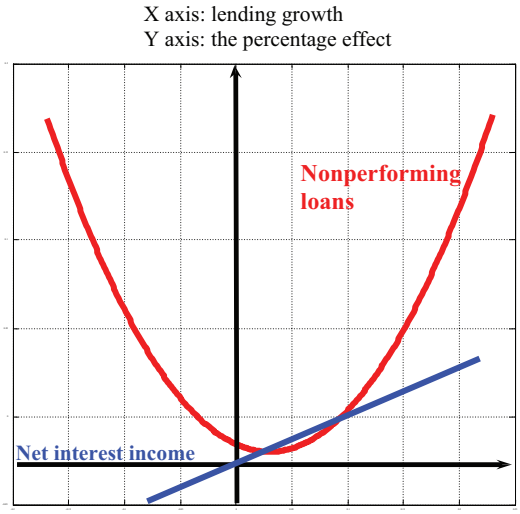
Note: theoretical example using the exponential function for provisions dynamics and a linear representation for net interest incomes.

In this respect, we start from the assumption that two consecutive equivalent changes in loans' interest rates generate increasing effects[1]. The methodology used is similar to the approach of Virolainen (2004), which develops the conditional credit risk model proposed by Wilson (1998). This approach is eligible in terms of economic reasoning, as it states that the relationship between the bank loans' non-performance rates and economic environment presents a nonlinear form (Boss, 2002; Fiori et al., 2007; Jakubik and Schmieder, 2008). Moreover, the conceptual model of the asset quality prediction mechanism is based on the hypothesis that the functional relationship between the endogenous variable and the set of explanatory indicators is described by an exponential function, whether we consider the average wage or income growth.

The functional relationship between the net interest income growth and interest rates is considered linear. Economic theory indicates a positive relationship in this regard. The argument behind this reasoning is that banks decide to adjust interest rates on loans, hoping to offset the effects of increased provision expenses by higher net interest income. However, this argument is not always valid. When the interest rate change is higher than five percentage points, the net effect on credit institutions' profitability is negative, due to a greater increase in provisioning costs than net interest income.

[1] The size of the second impact is higher of the first one, although the interest rate change is the same in both cases.

Figure 3 – Provisions versus net interest incomes, depending on lending dynamics



Note: theoretical example using the quadratic function for the provisions growth and a linear representation for net interest incomes.

The reaction of nonperforming loans to lending growth changes is expressed by a quadratic function (see figure 3). The methodology used is based on the symmetry of the harmful effect of the lending growth deviation from its sustainable level on the banking assets quality (Jakubik and Moinescu, 2012). The choice for the quadratic function relies on the observation that both the lending boom and the financial deleveraging are damaging for the economic development and the quality of banking portfolios.

At the same time, the functional relationship between the net interest income growth and lending rate is considered linear and positive, the interest income depending directly proportional on the loan portfolio development. To ensure a robust quantification of the impact of the introduction of an FTT on financial stability, the operational framework involves the development of a simplified financial satellite, which allows the simultaneous modelling of banking performance indicators with the evolution of interest rates charged in relation to private sector and the credit growth. The corresponding system of equations is given in equation (1).

The first equation depicts the functional form of the interest rates charged in relation to private sector. In this framework it has been included one equation each for the interbank interest (3M ROBOR), interest on loans and interest on

$$\begin{cases} \Delta IR_t = \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1i} \times \Delta M_{t\pm l_{1i}} + \sum_{j=1}^{m} \beta_{11j} \times \Delta B_{t\pm l_{1j}} + \varepsilon_{IR} \\ \Delta NPL_t = \theta \times \Delta NPL_{t-1} + \sum_{k=1}^{m} \beta_{2k} \times e^{\Delta B^k_{t-a4}} + \sum_{j=1}^{p} \alpha_{2j} \times e^{\Delta M^j_{t-c4}} + \gamma_2 \times \left(\Delta CPS_{t-8} - k\right)^2 + \varepsilon_{NPL} \\ \Delta NII_t = \sum_{k=1}^{m} \beta_{3k} \times \Delta(B^k_t) + \delta \times \Delta CPS_{t-1} \times \Delta CPI_{t-1} + \varepsilon_{NII} \\ \Delta GDP_t = \alpha_{41} \times \Delta L_{t-l} + \alpha_{42} \times \Delta K_{t-l} + \beta_4 \times \Delta SB_{t-j} + \gamma_{41} \times \Delta CPS^2{}_{t-l_1} + \gamma_{42} \times \Delta CPS_{t-l_1} + \varepsilon_{GDP} \\ \Delta CPS_t = \sum_{i=1}^{n} \alpha_{5i} \times \Delta M_{t\pm l_{5i}} + \sum_{j=1}^{m} \beta_{5j} \times \Delta B_{t\pm l_{1j}} + \varepsilon_{CPS} \end{cases}$$

deposits expressed in lei. Besides the sovereign risk premium, both banking variables (B) and macroeconomic indicators (M) were considered as leading factors. The following equation represents the explanatory function for the dynamics of the nonperforming loans (NPL), in which the macroeconomic indicators (such as average gross income or economic growth) are compounded with bank variables (such as loans' interest rate or the squared deviation of lending rate from its potential level).

The third equation models the dynamics of net interest income (NII), based solely on banking variables, integrating changes in interest rates with ones in the volume of claims to private sector (in current prices). The fourth equation describes the production function using a Cobb-Douglas modified model, to capture the role of lending and of the fiscal stimulus on economic growth. The fifth and last equation structures the functional form of lending dynamics (CPS) based on the approach taken by Moinescu and Codirlașu (2012), using as exogenous variables the macroeconomic indicators (such as economic growth, average income in the economy or sovereign risk premium) with bank criteria (performing loans dynamics, credit market concentration, ROBOR path or net interest income).

We assume linear relationships, the dependent variables incorporating information both on historical developments and expectations ($t \pm l$), except the equation on nonperforming loans where it was used the exponential transformation[2]. However, while the relationship between government spending dynamics and GDP development is considered linear, the one between lending rate and the formation of value added in the economy is represented by a second degree polynomial. The functional form of the model captures both elements against which banks have a proactive / anticipatory behaviour and indicators against which banks show reactive / adaptive behaviour. Expectations regarding

[2] Less in the case of the squared deviation of the lending rate from its natural level, which is to be identified in the preliminary empirical analysis.

the evolution of key variables are considered reasonable in the short term (up to one year, so that b_i, $d_i \in 1 \ldots 4 \in 1 \ldots 4$), while the impact is considered with a lag up to two years (a_i,$c_i \in 0 \ldots 8 \in 0 \ldots 8$).

The individual impact of determinant factors on the simultaneous evolution of dependent variables is studied based on first-order differences (at a quarterly step), the estimation technique being the Seemingly Unrelated Regression (SUR), proposed by Arnold Zellner in 1962. This solution improves the estimate's efficiency, given that the significant correlation between the dependent variables of the system of equations can induce a high correlation of error terms.

The estimation procedure follows the approach described in Figure 1 and consists of a *backward* approach. The financial satellite thus created is then used to assess the simultaneous impact of the three main risk factors generated by the hypothetical application of FTT, namely:

1) *increase in interbank interest rate* by full translation of the excess yield demanded by investors in government bonds (+0.1 percent);

2) *the negative dynamics of bank capital* and deleveraging caused by the need to maintain solvency;

3) *compression of economic growth,* on the background of a negative net result between the multiplier effects of the fiscal stimulus generated by the state budget improvement, after taxation of financial transactions, and the effect of reducing economy's funding, on the solvency channel or deleveraging to diminish the capital requirements until the amount of own funds, after applying the additional costs induced by FTT.

The impact on the outcome of the year (profit or loss) consists of the effect on net interest income change plus the additional expenses with provisions, to which is added the excess of income from government securities transactions. Provisioning costs are obtained by multiplying the growth rate of nonperforming loans with the outstanding loans to the private sector, given that the average level of provisioning in the Romanian banking system is near to 100 percent.

2. The data employed

The empirical analysis uses quarterly information during Q4 2003 - Q4 2011. The data source is represented by: (A) Bloomberg - the sovereign risk premium (CDS 5Y Romania); (B) The National Institute of Statistics - macroeconomic factors (economic growth, gross average income); (C) The National Bank of Romania - financial stability indicators (nonperforming loans rate, net interest income), the monetary policy interest rate, the active and passive interest rates (for instruments denominated in lei), and non-government loans. Because,

according to the economic significance and statistical tests (ADF and Phillips-Perron), all data sets were considered non-stationary, first order integrated, their stationarisation was made by first-differentiation.

One of the critical functional relations for the financial satellite structure is the typology of the link between credit growth and bank portfolio quality. The fundamental empirical observation in this respect consists in the fact that cases where the private sector funding is poor or excessive are accompanied, a year later, by increases of the nonperforming loans ratio (see Figure 4), while moderate lending developments (growth of quarterly loans from one to eleven percent) are beneficial in terms of credit risk cost.

Figure 4 – Relationship between lending growth and credit risk two years later

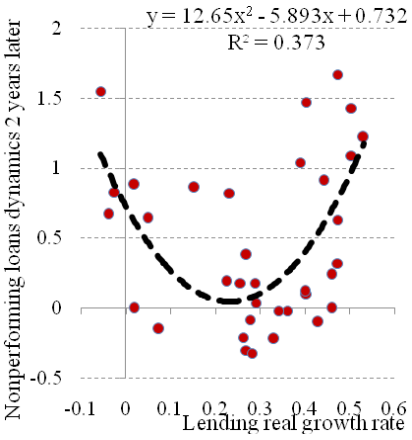
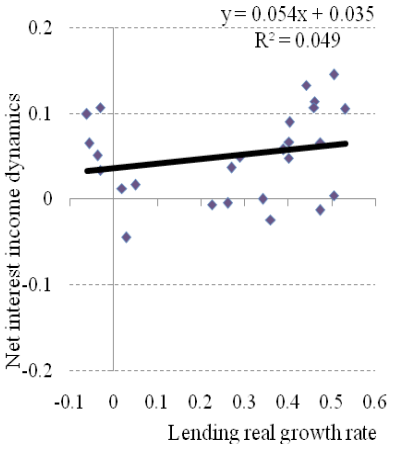


Figure 5 – Relationship between lending growth and net interest income

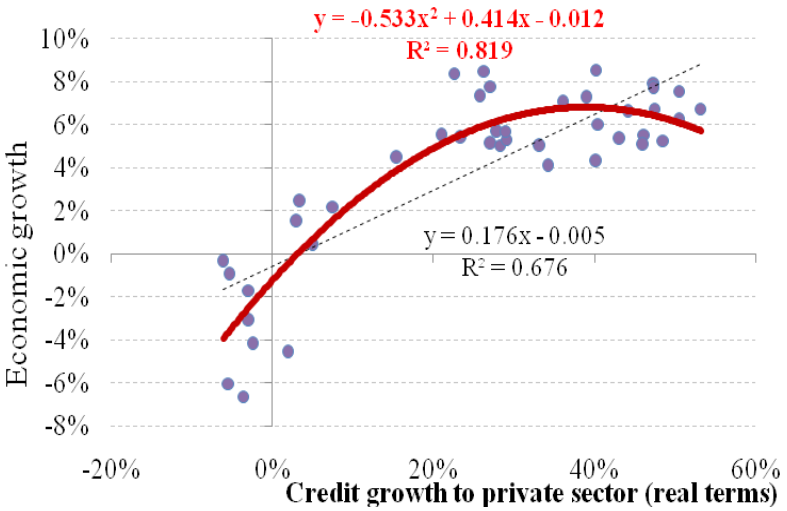


Data source: NBR, own calculations

The preliminary statistical results on the empirical relationship between credit growth and credit risk dynamics one year later show that the assumption of a quadratic functional form could be justified, in order to describe the interaction above, the function's minimum being of about 0.2. At the same time, the analysis of the correlation between credit growth and net interest income is slightly positive, confirming the theoretical assumption used for this purpose (see Figure 5). The intensity of the relationship is, however, weak, suggesting that high rates of lending generate low levels of net interest income, probably due to a policy for financing the balance sheet increase based on interbank loans, which, in times of financial turbulence entail considerable interest expenses.

The second critical functional relationship of the financial satellite focuses on the economic growth. The preliminary assessment of the characteristics of the relationship between private sector credit growth and gross value added in the economy suggests that the linking equation has, most likely, a second order polynomial structure and the impact range is immediate (see Figure 6).

Figure 6– The relationship between lending growth and economic growth

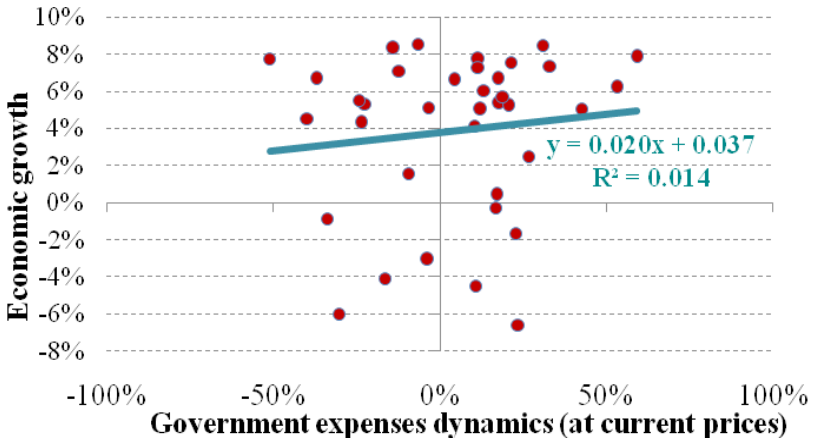


Data source: NBR, own calculations

Thus, a positive development of private sector credit in the current quarter will lead to increased economic advance over the same period. However, the economic growth sensitivity to the flow of new loans appears to evolve according to the typology of the Laffer tax curve. Economic growth is evolving positively with lending growth, until a maximum of about six percent, and then the dynamics is reversed, economic growth registering smaller values, although the pace of lending continues to grow. The descending segment of the relationship between economic growth and the pace of lending highlights the economic theory's warnings related to the risks of macroeconomic imbalances associated with excessive lending. In this context, bank financing degenerates into increasing the gap between the demand and supply of goods in the economy, leading to generalized price increases for both consumer goods and the value of financial and non-financial assets, as well as deepening of the current account deficit, at the expense of sustainable value added creation in the economy.

At the same time, the relationship between government spending and economic growth is, most likely, linear (see Figure 7), the calibration testing for the impact interval suggesting a period of about two quarters.

Figure 7: Relationship between economic growth and government spending, half year before



Data source: NIS, NBR, own calculations

The results suggest a relatively modest elasticity of the gross value added creation in the economy to changes in the level of government spending. Thus, a one percentage point increase in public allocations will lead to increases of the economic advance of 0.02% percent of GDP.

The preliminary empirical analysis had been complemented by a univariate assessment of the information content of each variable considered. In this regard, have been tested up to 4 lags for factors with delayed effects on endogenous variables, and up to 4 leads for those factors for which expectations are influencing the current dynamics of the dependent variables. Following the univariate results, it had been established a short list of leading factors to be included in the multivariate analysis.

The study of the potential impact has been achieved both on the basis of the scenario for adoption of the draft Directive and on the basis of the enhanced cooperation procedure. **The difference between the two scenarios is given by the distinct size of the fiscal stimulus generated**, under the assumption that the resources saving from the Romania's contribution to EU budget is not feasible in the case of the second scenario. Thus, in the event of the draft Directive adoption,

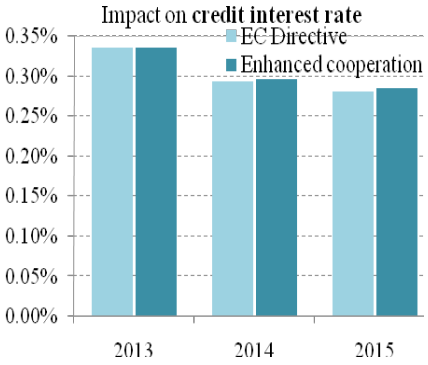
the direct effect shows an annual improvement of approx. 1.88 billion lei in the government budgetary position meanwhile, in the second scenario, the direct effect is about 0.58 billion lei, according to the assessment presented in the previous section.

3. Empirical analysis

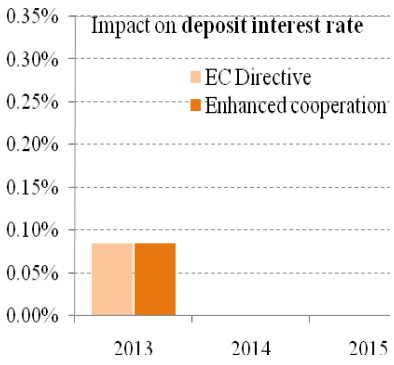
The operational objective pursued in this section is to structure the functional form of the relationship between economic growth, lending growth and interest rates increases on government securities, on the one hand, and the quality of the loan portfolio and net interest income, on the other hand. The transmission framework also includes equations linking the interest rates on outstanding loans and on deposits collected from non-financial customers.

The multivariate selection procedure followed the approach described in section 4.1. Thus, the variables selected by means of univariate analysis entered into a *backward* procedure. The financial satellite's complexity is expressed by the appreciable number of twofold relationships between dependent variables, such as the one between lending growth and most other components of the equation system, namely economic growth, bad loans dynamics, the interest rate change for loans in lei or the evolution of net interest income. Only the deposits' interest rate change is not part of this phenomenon, its dynamics main determinant being the change of ROBOR interbank interest rate for a maturity of three months. Notable are also the mutual connectivity between the interest rate on loans in lei, on the one hand and the nonperforming loans, or net interest income, on the other hand. To check the robustness of the estimates, coefficients of all regressions were calculated using the SUR method.

Figure 8: Impact on financial intermediation cost



Data source: authors' estimations



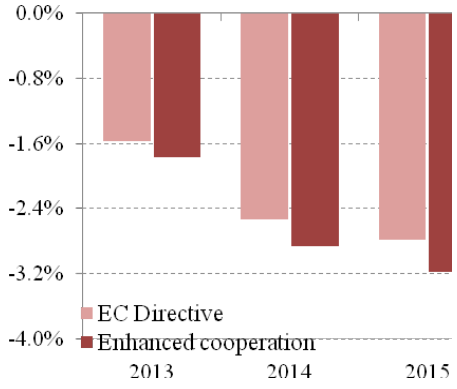
Data source: authors' estimations

The financial satellite running, on the basis of scenarios mentioned in the previous section, **has confirmed the expectations related to the increase of financial intermediation costs**, especially on the loans interest rate component (see Figure 8), after implementing the FTT.

While interest rates on deposits would improve by only 0.085 percentage points exclusively in the first year from the implementation of the financial transactions taxation, interest costs for private sector borrowers would increase by about 0.3 percentage points per year, due to supplementing the risk premium that would be required by banks, to offset the increase of nonperforming loans rate and the compression of the loans' stock. The empirical analysis suggests that the scenario related to the enhanced cooperation procedure would cause an effect on the financial intermediation price benchmarks slightly superior to the one related to the Directive draft scenario. Notable differences have been identified, however, in terms of economic growth and lending pace.

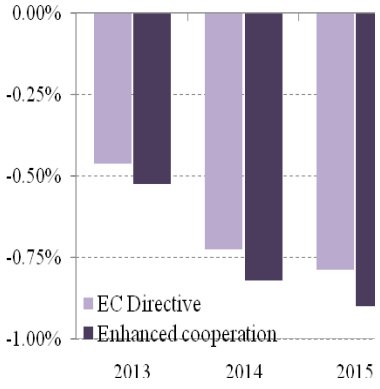
The impact study confirms the major effect of taxing financial transactions on private sector credit. Payment of FTT, similar to a contraction in net interest income as economic impact, would put downward pressure on the credit supply, acting in the sense of **bank deleveraging** (see Figure 9). The contraction of credit stock compared to the baseline scenario is estimated at **about two percent annually**, for the period of analysis (2013-2015). The unfavourable dynamics is emphasized, however, by the end of the interval, and the hypothesis of entering into a vicious spiral of financial deleveraging cannot be removed.

Figure 9: Effects on lending dynamics



Data source: authors' estimations

Figure 10: Consequences on value added creation in the economy

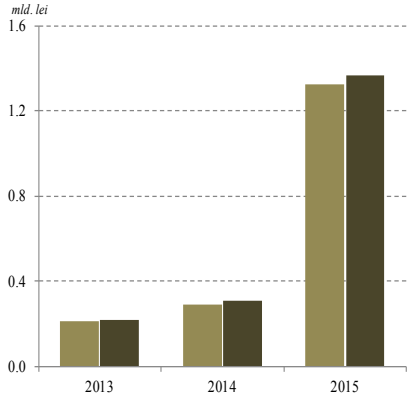


Data source: authors' estimations

Phenomena accompanying the compression of bank financing are critical for the formation of gross value added. While the redistribution effect associated to the temporary improved state budget is relatively modest, against the background of both a low elasticity of GDP to government spending and a limited amount of resources that would be freed by the FTT application, **the economy would come into negative territory**. The estimated impact, according to the scenario related to the EC's draft Directive, shows **the deepening of economic activity contraction** from baseline scenario, with values from about 0.5 percent in the first year after the introduction of a FTT at about 0.8 percent in the third year of implementation. Impact severity increases with about ten percent in the second scenario, while the fiscal stimulus to the economy would be three times lower than in the case of the draft Directive adoption.

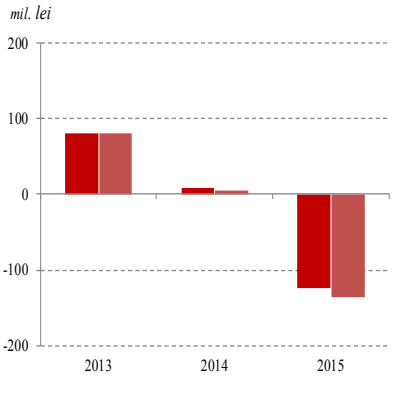
The negative economic dynamics affects, in turn, borrowers' repayment capacity, triggering an increase in provision expenses. Major additional pressures on credit institutions' profitability arise on the financial deleveraging channel, in conditions in which the compression with about 1.6 per cent of the loans stock during 2013 causes a jump of the provisions expenses two years later, equivalent to a multiple of four to the value that would be recorded in 2014. Overall, the impact through provisions rises at an aggregated, amount within three years, of about 1.75 billion lei[3], on the background of borrowers' debt service worsening, as a result of loans' interest rate increase (see Figure 11).

Figure 11: Impact on provision expenses



Data source: authors' estimations

Figure 12: Consequences on net interest income



Data source: authors' estimations

[3] This represents almost a quarter from the provisions' flow recorded during June 2011 – June 2012.

Additional concerns arise from the net interest income area. Although in the first two years of analysis the effect of the FTT introduction is slightly positive, development in net interest incomes becomes strongly negative in the third year (see Figure 10). Under these circumstances, the aggregate result reaches the negative territory, the loss in net interest income being of about 30 million lei for the EC Directive scenario and 50 million lei in the scenario of enhanced cooperation procedure. The main adverse factor to the credit institutions' gain power is just the outstanding credit contraction. A negative, but significantly reduced impact is generated by the deposits' interest rate growth. These effects are, however, partially offset by the increase in interbank interest.

As long as the sources of profitability will not regenerate and factors that ensure the repayment ability will not improve, the impact of the FTT on credit institutions' capitalization will degenerate into a sharp bank disintermediation. In this context, the flow of new loans will be restricted in so much that the economy will shrink further and revenues from current taxes will decrease dramatically (see Table below).

Scenario 1: EC Directive /Scenario 2: Enhanced cooperation

	BUDGET (% in GDP)	ECONOMIC GROWTH (%)	BANKING SYSTEM'S CAPITALISATION (% in capital)
2013	0.147/-0.083	-0.463/-0.524	-2.252/-2.275%
2014	0.041/-0.187	-0.728/-0.823	-2.648/-2.737%
2015	-0.004/-0.223	-0.787/-0.902	-6.413/-6.583%
TOTAL	**0.184/-0.492**	**-1.965/-2.232**	**-11.3%/-11.6%**

Data source: authors' estimations

Two years after the possible introduction of the FTT, **the net impact on the public finances position would move into negative territory**, against the background of compression of current incomes and revenues from taxes. The accentuation of the downward economic dynamics, in the context of deepening financial disintermediation, affects the amount of contributions to consolidated state budget, triggering a vicious spiral between sovereign risk and credit risk. **Public finances would be even more problematic in the scenario of enhanced cooperation procedure**. The absence of budgetary resources' partial relieving for the chapter on Romania's contribution to the EU budget would reduce to one third the funds available for the fiscal stimulus, increasing the decline of revenues that would be collected from current taxes, amid the deepening of economic downturn related to the scenario of adoption of the EC draft Directive on the financial transactions taxation. **Thus, public finances would benefit less from**

financial transactions taxes than the gap that would form from the collection of current taxes. In the absence of a mechanism for replacing the contribution to the EU budget by transferring two-thirds of the revenue generated by FTT, **the result of the impact study suggests that the net effect would be negative, not only for the real economy and the financial sector, but also for public finances**.

Neither the alternative of non-participating to the enhanced cooperation procedure is without unintended consequences to the economic development of Romania, given that the GDP growth of our country depends significantly (an elasticity between 50 and 100 percent) on the evolution of economic activity dynamics in the euro area, and the **EC estimates** (DG ECFIN, October 2012) show that a financial transaction tax will affect the euro-zone GDP by about 0.3 percent annually. Thus, we expect that the GDP growth diminishes by 0.15 to 0.3 percent, even if Romania does not accept the proposal for taxing financial transactions.

CONCLUSIONS

Saving those **credit institutions** considered critical for purposes of financial stability **has left strong traces on public finances** in many EU Member States, due to acute structural problems in national budgets, **deprived of the existence of an adequate fiscal space**. In the context in which representatives of national authorities and distinguished academics have argued the **principle of „polluter pays" at the financial system's level**, too, the reforming efforts of the financial system protective mechanism were accompanied, however, by initiatives for the introduction of fiscal mechanisms, in order to increase the financial sector's contribution to the recovery of the costs generated by the economic crisis.

The European Commission proposed a draft Directive on the common system of financial transactions tax, on the background of intensifying debates on the opportunity for introducing a tax on financial system, at European level. In principle, setting any type of tax produces two effects: generates revenues to the state budget and compresses the volume and / or frequency of operations covered by it.

So far, several EU Member States have experienced various forms of taxation, applied to national financial sector. The heterogeneity of these unilateral initiatives, in terms of financial transactions taxed, the tax base, rates of taxation and taxpayers contributed to the success or, conversely, to the failure of the revenues collection. Most of such taxes had been removed in time, as it was possible to avoid the tax, by the cross border migration of transactions. In this

context, the European Commission's proposal aims to establish a harmonized framework at European level, to boost the benefits of a tax on financial transactions, along with mitigation / elimination of inherent risks (distortion of competition between financial institutions, financial activities relocation, translation of costs to customers).

The main views expressed by distinguished members of academia, international institutions and representatives of EU Member States related to the manner in which the financial sector could participate at bearing the cost of the current crisis reveal **the existing polarization between supporters and opponents of the FTT**. The absence of consensus can be noticed not only in terms of technical and architectural feasibility, but also on the expected impact on the efficiency of financial markets, on the level of revenues to the state budget, on the additional costs' transfer to non-financial customers, or on the ability to mitigate the triggers of the financial crisis.

The opportunity for the Romanian financial system's taxation has been appreciated, first, from a qualitative standpoint, by means of the three dimensions of the proposed tax, namely: (1) providing a fair contribution of the financial sector to fiscal consolidation in the EU Member States (*reparatory taxation*); (2) increasing the efficiency and stability of financial markets (*corrective taxation*); (3) harmonizing financial sector taxation in Europe (*harmonized taxation*).

Judging both retrospective and prospective, **the reparatory taxation component cannot be justified economically for our country**, because there were not used public funds to recapitalize credit institutions and the new framework comprising stabilization measures will not allow this type of operations neither in future, since the development of the Banking Restructuring Fund allows the resolution of problem banks by means of credit institutions contributions.

The corrective taxation of the Romanian banking system has also weak economic fundamentals, given the fact that financial institutions in Romania depicted a traditional business model, both in the period preceding the global financial crisis and after its onset. In addition, financial institutions in Romania recorded low ratios of trading book amounts in total bank investments, an insignificant share of derivative transactions in total banking operations, haven't carried out securitization transactions, haven't issued structured financial products and didn't hold in their portfolios securities resulting from the securitization of high risk loan packages.

Regarding the **harmonized taxation**, as a member state of the European Union, Romania has as main objective the convergence towards the single market, a process that involves legal harmonization, too. However, **the risk of**

regulatory arbitrage is small, as a result of the insignificant involvement of intermediaries in Romania in international financial markets. The highest risk is the reputational one, provided that the absence of an integrated approach at the European institutions level can be interpreted as inconsistency in public policies.

The quantitative impact of the draft Directive on the Romanian economy has been examined in this study through the interrelation of state budget, real economic developments and financial stability.

The empirical evaluation showed that, although the immediate budgetary effects would be slightly positive, the new tax on financial transactions can contribute only marginally to the formation of the state financial resources, recording a relatively small size in relation to GDP (0.3 percent), while two thirds of this is provided by the economy registered at paying contributions to the EU budget. The possible adoption of the Commission's proposal on the introduction of a FTT would induce a positive initial impact on the general consolidated budget, its magnitude depending to a significant extent by the decision of EU Member States to implement the tax widely or only partially, through the enhanced cooperation mechanism. Thus, in a scenario where EU reaches consensus on the proposal, Romania might record an improvement in the general consolidated budget of about 1.8 billion lei, according to the minimum tax level, the greatest influence being exerted by the economy that would be recorded from diminishing the national contribution to the EU budget. The initial budgetary impact remains positive, but reduced to about 0.6 billion lei, coming mainly from direct revenue generated by FTT, in the absence of an EU-wide implementation of the proposed Directive and the launching of enhanced cooperation procedure. In this case, there are no savings in Romania's contribution to the EU budget. Either way, it should also be considered the negative effect on the general consolidated budget exerted by higher interest expenses, as a result of investors' claim that state-issued securities bear higher yields, so as to partially compensate the FTT introduction. These additional costs are estimated at 70 million in the first year, most likely to increase in the coming years. Regarding the structure of direct revenues collected as a result of the FTT introduction, **most of them come from taxing transactions with government securities**, as a result of higher transaction volumes in this market compared to the Bucharest Stock Exchange transactions, or those related to derivatives traded by banks. These scenarios can be explained by the early stage of development of the stock market in Romania, characterized by low liquidity, the contribution to financing the economy being almost negligible compared to the contribution of the banking system. Also, the latter is based mainly on traditional activities, derivatives transactions being relatively little used, for which potential revenues from taxation are not very high.

The cumulative effect on economic growth depends, mainly, on the credit multiplier and the level of financial stability, while the process of financial disintermediation is a real risk, in the context of introducing the new tax. **The quantitative impact study confirms the major effect of taxing financial transactions on private sector credit**. Payment of FTT would put downward pressure on the credit supply, acting in the sense of **bank deleveraging**. The contraction of credit stock compared to the baseline scenario is estimated at **about two percent annually**, for the period of analysis (2013-2015). The unfavourable dynamics is emphasized, however, by the end of the interval, and the hypothesis of entering into a vicious spiral of financial deleveraging cannot be removed.

However, **the analysis highlights the increase of financial intermediation costs**, especially on the loans interest rate component, subsequent to the FTT implementation. While interest rates on deposits would improve by only 0.085 percentage points exclusively in the first year from the implementation of the financial transactions taxation, interest costs for borrowers in the private sector would increase by about 0.3 percentage points per year, due to supplementing the risk premium that would be required by banks, to offset at least some of the additional costs with provisions and of new obligations to the state budget.

Phenomena accompanying the compression of bank financing are critical for the formation of gross value added. While **the redistribution effect associated to the temporary improved state budget is relatively modest, against the background of both a low elasticity of GDP to government spending and a limited amount of resources that would be freed by the FTT application, the economy would come into negative territory**. The estimated impact, according to the scenario related to the EC's draft Directive, shows **the deepening of economic activity contraction** from baseline scenario, with values from about 0.5 percent in the first year after the introduction of an FTT at about 0.8 percent in the third year of implementation. Impact severity increases with about ten percent in the second scenario, while the fiscal stimulus to the economy would be three times lower than in the case of the draft Directive adoption.

The negative economic dynamics affects, in turn, borrowers' repayment capacity, triggering an increase in provision expenses. **Additional concerns arise from the net interest income, too**. Although in the first two years of analysis the effect of the FTT introduction is slightly positive, development in net interest incomes becomes strongly negative in the third year. The negative net impact on credit institutions' financial results would amount, in the period under analysis, at about 3.5 billion lei. Compressing own funds is accompanied by a proportional adjustment of risk-weighted assets, by restructuring the banks' balance sheets, so that the capital adequacy ratio is reduced only marginally.

As long as the sources of profitability will not regenerate and factors that ensure the repayment ability will not improve, the impact of the FTT on credit institutions' capitalization will degenerate into a sharp bank disintermediation. In this context, the flow of new loans will be restricted in so much that the economy will shrink further and revenues from current taxes will decrease dramatically.

Two years after the possible introduction of the FTT, **the net impact on the public finances position would move into negative territory**, due to compression of current incomes and revenues from taxes. The accentuation of the downward economic dynamics, in the context of deepening financial disintermediation, affects the amount of contributions to consolidated state budget, triggering a vicious spiral between sovereign risk and credit risk. **Public finances would be even more problematic in the scenario of enhanced cooperation procedure**. The absence of budgetary resources' partial relieving for the chapter on Romania's contribution to the EU budget would reduce to one third the funds available for the fiscal stimulus, increasing the decline of revenues that would be collected from current taxes, amid the deepening of economic downturn related to the scenario of adoption of the EC draft Directive on the financial transactions taxation. **Thus, public finances would benefit less from financial transactions taxes than the gap that would form from the collection of current taxes**. In the absence of a mechanism for replacing the contribution to the EU budget by transferring two-thirds of the revenue generated by FTT, **the result of the impact study suggests that the net effect would be negative, not only for the real economy and the financial sector, but also for public finances**.

Neither the version of non-participating to the enhanced cooperation procedure is without unintended consequences to the economic development of Romania, given that the GDP growth of our country depends significantly (an elasticity between 50 and 100 percent) on the evolution of economic activity dynamics in the euro area, and the **EC estimates** (DG ECFIN, October 2012) show that a financial transaction tax will affect the euro-zone GDP by about 0.3 percent annually. Thus, we expect that the GDP growth diminishes by 0.15 to 0.3 percent, even if Romania does not accept the proposal for taxing financial transactions.

Complementary to the outcome of measurements on the state of public finances health - economic growth - financial stability, **the qualitative examination revealed a minor relevance of EC's proposal for adopting the FTT in the case of our country, against the background of conservative financial intermediation in Romania and of the manner credit institutions passed through the economic crisis, without using the resources of the state budget**. Independent, however, of the low degree in which the repairs, corrections and

harmonization targeted by the EC's project are appropriate to improve the role played in the local economy by the Romanian financial system, one cannot ignore the favourable position for the FTT, expressed by the countries of origin of major financial institutions in Romania, namely Austria, France and Greece. In these circumstances, **we consider useful to maintain an open position**, which avoids the explicit rejection of the perspective of introducing a financial transactions tax in Romania, **preserving the availability for a favourable response in the event that there is an agreement at EU level on the application of such taxes**. However, any decision to adopt a uniform fiscal framework across all economic sectors should achieve a balance between regulatory costs and tax liabilities.

At the same time, we think that **this scenario should be managed so as not to risk creating gaps in the collection of contributions in the form of „bank levy" imposed to credit institutions' unsecured liabilities exclusively for financial stability purposes**, according to the operational mechanism agreed with external partners (EC / IMF / World Bank) during negotiations for the international financial assistance programme. Since the financial resources are acquired by the Banking Restructuring Fund, to ensure the financing of any stabilization measures taken by the Romanian National Bank for problem-banks' resolution, **the continuation of the funding policy of the Bank Deposit Guarantee Fund**, both on the component of deposit guarantee and on the bank restructuring, **is a distinct strategic direction, which should, in our opinion, be given priority over other tax initiatives in the financial system**.

Sinteză

Severitatea crizei financiare internaționale a evidențiat **limite structurale majore** nu numai la nivelul strategiilor de gestionare a riscului în cadrul instituțiilor de credit, dar și **la nivelul mecanismului de protecție a sistemului financiar**. Existau foarte puține reguli, la momentul declanșării crizei financiare internaționale, care să determine acțiunile de întreprins de către autorități în cazul unei bănci care a ajuns într-o situație limită. **Împrumuturile de ultimă instanță acordate de băncile centrale, schemele de garantare a depozitelor și cadrul de reglementare prudențială**, în forma în care se aflau înainte de criză, **nu au reușit să stăvilească propagarea șocului sistemic** care a cuprins sistemul bancar european ulterior colapsului Lehman Brothers, la jumătatea lunii septembrie 2008.

Situația nou creată a demonstrat că **autoritățile publice nu dispun de mijloace adecvate pentru a gestiona situația băncilor aflate în dificultate pe piețele globalizate ale zilelor noastre**. Atunci când o bancă a fost afectată de probleme, exista riscul contaminării celorlalte instituții financiare, inclusiv dincolo de frontierele unei țări. În cursul evenimentelor sistemice, mai multe bănci importante s-au aflat într-o astfel de situație (Fortis, Lehman Brothers, băncile islandeze, Anglo Irish Bank, Dexia), ceea ce a indicat faptul că mecanismele existente nu erau eficiente, fiind necesare elemente suplimentare care să permită gestionarea instituțiilor financiare care se confruntă cu dificultăți. **În absența unor resorturi care să permită lichidarea ordonată, statele din UE nu au avut altă soluție decât să refinanțeze sectorul bancar**. Guvernele și băncile centrale au depus eforturi financiare considerabile cu scopul de a restaura stabilitatea financiară și de a repoziționa economiile pe o traiectorie de creștere economică sustenabilă. Astfel, o parte importantă din costurile fiscale generate de criză au provenit din contribuția guvernamentală la susținerea sectorului financiar. Pentru a asigura continuitatea furnizării de servicii financiare esențiale pentru populație și firme, autoritățile au fost nevoite să injecteze bani publici în bănci și să emită garanții la un nivel fără precedent. **Ajutoarele de stat aprobate de Comisia Europeană pentru sprijinirea sectorului financiar s-au cifrat la 4,5 trilioane euro, valoare ce reprezintă aproximativ 37 la sută din produsul intern brut al Uniunii Europene**.

Cu toate că magnitudinea și natura măsurilor de sprijin au variat în funcție de țară, fiind localizate preponderent la nivelul țărilor dezvoltate, intervențiile autorităților au fost decisive și au inclus printre altele recapitalizarea băncilor, achiziția de active cu probleme, extinderea garanțiilor guvernamentale, injectarea unor cantități importante de lichiditate la costuri reduse. În acest mod

s-au evitat falimentul bancar masiv și dezechilibrele din economie, însă povara deteriorării finanțelor publice a rămas pe umerii contribuabililor. În acest context, reprezentanți ai unor autorități naționale și distinși membri ai comunității academice au susținut **aplicarea principiului "poluatorul plătește" și la nivelul sistemului financiar**, având în vedere, inclusiv, impactul pozitiv pe care introducerea acestei reguli a determinat-o asupra politicii de protecție a mediului înconjurător. Principalele demersuri au vizat **dezvoltarea instrumentarului de soluționare a situației băncilor-problemă** (*banca-punte, mecanismul bail-in*) și **crearea fondurilor de restructurare bancară**, care, alături de fondurile de garantare a depozitelor ar urma să asigure finanțarea măsurilor de stabilizare.

Aceste inițiative susțin că, pe viitor, autoritățile vor dispune, astfel, de mijloacele necesare pentru a interveni decisiv, atât înainte de apariția problemelor, cât și în prima fază a eventualelor situații de criză. În plus, atunci când performanța financiară a unei bănci va tinde să se degradeze iremediabil, măsurile propuse vor asigura menținerea funcțiilor critice ale acesteia, în timp ce costurile aferente redresării și/sau restructurării vor fi suportate de proprietari și de creditori, nu de contribuabili. Astfel, acționarii și creditorii subordonați vor fi primii care vor suporta consecințele unui faliment bancar, iar **fondurile de restructurare bancară vor fi folosite pentru a facilita ieșirea ordonată din piață a entităților problemă** și nu ca o asigurare împotriva falimentului sau pentru a salva băncile. Trecerea supravegherii microprudențiale la nivel european este considerată o parte esențială a acestui proces. De asemenea, se preconizează ca, ulterior, procesul de creare a Uniunii Bancare să fie completat cu măsuri suplimentare, precum un sistem comun al garantării depozitelor cu finanțare extinsă și integrarea managementului crizelor bancare. Într-un astfel de context, publicul poate fi încredințat că băncile care, în viitor, vor ajunge în stare de dificultate, vor fi restructurate sau închise cu costuri minime pentru contribuabili.

Eforturile de reformare a mecanismului de protecție a sistemului financiar au fost însoțite, totodată, de inițiative privind instituirea unor mecanisme fiscale pentru majorarea contribuției instituțiilor financiare la recuperarea costurilor generate de răspunsul la criza economică. Unele state membre ale UE, dar și SUA, au întreprins, deja, măsuri (unilaterale) privind introducerea unor forme de taxare a sistemului financiar (taxa bancară – eng. *bank levy*, taxarea tranzacțiilor financiare sau a bonusurilor conducătorilor instituțiilor financiare). În acest context, **Comisia Europeană a propus, la sfârșitul lunii septembrie 2011, un proiect de Directivă privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare** și de modificare a Directivei 2008/7/CE, care să conducă la întărirea aplicării regulilor pieței unice și să descurajeze asumarea de activități riscante pe unele segmente ale pieței financiare. Conform proiectului de Directivă, aplicarea taxei pe tranzacțiile financiare ar urma să se realizeze începând cu anul 2014, scopul declarat fiind asigurarea unei contribuții determinante pentru

prezervarea stabilității financiare în vederea realizării unei creșteri economice durabile în spațiul european.

Față de cele de mai sus, **cercetarea noastră își propune examinarea proiectului de directivă privind instituirea unui sistem comun de taxare a tranzacțiilor financiare (TTF) prin prisma intereselor comune europene și particulare românești**. Studiul va contribui la structurarea unei abordări integrate pentru întărirea cadrului de acțiune la nivel macroeconomic, al cărui rol fundamental este sprijinirea creșterii economice sustenabile. Beneficiile preconizate din perspectiva obiectivelor asumate prin *Strategia Europa 2020* sunt reprezentate de efectul de redistribuire rezultat în urma taxării suplimentare și promovarea unui cadru de reglementare de natură a reduce riscurile asumate de către instituțiile financiare.

Obiectivul specific constă în evaluarea consecințelor pe plan național ale implementării propunerii de directivă a CE privind introducerea unei taxe pe tranzacțiile financiare. Cercetarea își propune **realizarea unei analize cost-beneficiu privind formarea valorii adăugate în economia românească**. În acest sens, au fost luate în calcul atât estimări ale efectelor imediate asupra **creditării bancare**, cât și cele multiplicatoare la nivelul economiei reale generate de **impulsul fiscal** facilitat de veniturile estimate ale taxei pe tranzacții financiare.

Studiul de impact cuprinde cinci secțiuni, iar în final sunt menționate principalele concluzii și direcții viitoare de cercetare.

În prima parte, analiza cuprinde o descriere cuprinzătoare a literaturii de specialitate și a principalelor opinii formulate de instituții internaționale și Guverne în legătură cu modalitatea de participare a sectorului financiar la costurile generate de răspunsul la criza economică. Oportunitățile și provocările diferitelor propuneri de taxare a sistemului financiar au fost studiate, la nivel calitativ, din perspectiva a cinci componente strâns legate între ele, respectiv: (1) impactul asupra eficienței piețelor financiare și a riscului sistemic; (2) efectul asupra situației bugetului de stat; (3) impactul asupra costului intermedierii financiare; (4) modul în care pot preveni viitoare crize, pornind de la reperele actualei crize financiare; (5) fezabilitatea tehnică.

Partea a doua a cercetării este orientată către evaluarea expunerii de motive ce însoțește propunerea de directivă prin prisma caracteristicilor interacțiunii dintre sistemul financiar, bugetul public și economia reală în România. În acest context, studiul reflectă inclusiv gradul în care sistemul bancar românesc a experimentat tranzacții cu grad ridicat de risc de natura celor care au condus la declanșarea crizei financiare internaționale și au contaminat pe canale indirecte numeroase piețe locale. De asemenea, este analizată natura suportului pe care autoritățile publice din România l-au acordat instituțiilor de credit cu personalitate juridică română, în vederea prezervării bazei de capital și a gradului de lichiditate al acestora.

Partea a treia a studiului de impact urmărește evaluarea efectului pe care TTF îl va avea asupra situației bugetare la momentul intrării în vigoare. Folosind modele propuse în literatura de specialitate și considerând niveluri ale taxei compatibile cu propunerea de directivă a CE, studiul estimează veniturile care ar putea fi colectate la buget. Analiza estimează efectele de rundă întâi, atât în ipoteza reducerii contribuției la bugetul UE prevăzută de proiectul de directivă a CE, cât și în cea a menținerii cadrului actual, urmare a posibilei aplicări a procedurii de cooperare consolidată.

Partea a patra a cercetării evaluează integrat efectele asupra economiei reale. Impactul economic este judecat prin prisma afectării creșterii economice, evaluând în ce măsură veniturile bugetare nou create pot contribui, prin efectul de redistribuire, la dezvoltarea economică, compensând potențialele efecte negative ca urmare a ajustării intermedierii financiare.

Partea a cincea a studiului de impact este orientată către evaluarea efectelor asupra stabilității financiare în România, propunând totodată direcții de acțiune asociate introducerii taxei, în contextul menținerii riscului sistemic la un nivel controlabil. În acest sens, au fost evidențiate principalele provocări asupra instituțiilor financiare locale asociate implementării TTF în forma propusă de CE și vor fi evaluate efectele potențiale asupra performanței financiare, a capacității de finanțare și a modelului de afaceri. Totodată, cercetarea analizează măsura în care instituțiile financiare pot transfera costurile generate de TTF asupra clienților finali.

Ultima secțiune a studiului sintetizează concluziile legate de oportunitatea introducerii TTF în România, în contextul formulării unor elemente necesare fundamentării poziției naționale față de propunerea CE, pe baza rezultatelor evaluării impactului asupra stabilității sectorului financiar și creșterii economice.

Capitolul I. Limite și oportunități ale taxării tranzacțiilor financiare

1.1. Elemente conceptuale

Taxa pe tranzacții financiare (TTF) se aplică doar unui set de instrumente financiare, special desemnat în acest sens. Rolul său principal este acela de a descuraja operațiunile speculative, fără a afecta alte tipuri de activități financiare. O propunere de acest gen a fost făcută de Keynes, în 1936, pentru a inhiba tranzacțiile speculative care au însoțit Marea Criză din SUA. Ulterior, în 1972, Tobin a propus o variantă restrânsă care viza tranzacțiile valutare.

În literatura de specialitate termenul de *taxă pe tranzacțiile financiare* beneficiază de o interpretare largă, desemnând întreaga diversitate de taxe percepute asupra tranzacțiilor cu diferite produse financiare. Totodată, lipsa unui cadru de aplicare cuprinzător, general acceptat și armonizat internațional, de natură să minimizeze caracterul substituibil al activelor și migrarea transfrontalieră, a determinat formarea unui set eterogen de variante aplicate la nivel național (Schubert, 2011). Totuși, FMI (2010) definește următoarele două tipuri majore de TTF: (a) *taxa pe tranzacții cu titluri; și (b) taxa pe tranzacții cu valute.*

a) Taxa pe tranzacții cu titluri (eng. - securities transactions tax) reprezintă o taxă percepută asupra tranzacțiilor cu titluri de valoare (acțiuni, obligațiuni) și asupra tranzacțiilor cu instrumente derivate ce au ca activ suport titlurile de valoare, pentru a preveni eventuala migrare a tranzacțiilor de pe piața spot pe cea a derivatelor. Poate fi aplicată doar pentru tranzacțiile de pe piața secundară, sau poate fi extinsă și la cele de pe piața primară. Cu cât baza de impozitare este mai amplă, cu atât se diminuează probabilitatea ca veniturile generate de taxă să se erodeze în timp. Cel mai adesea apare sub forma unei taxe ad valorem, și mai puțin sub forma unui comision fix pe tranzacție;

b) Taxa pe tranzacții cu valute (eng. - currency transaction tax) reprezintă o taxă aplicată asupra tranzacțiilor de pe piața valutară, inclusiv instrumentele derivate aferente (contracte futures, options sau swap pe valută). În opinia lui Schmidt (2008), rolul unei astfel de taxe este acela al colectării de resurse financiare, fără a perturba funcționarea pieței. Un punct de vedere interesant a fost formulat de Hillman, Kapoor, Spratt (2006), ce propun ca CTT să fie aplicată unilateral, asupra tuturor tranzacțiilor de pe piața valutară ce implică o anumită valută, indiferent de locația unde se încheie tranzacția.

În contextul actualei crize financiare internaționale, susținătorii TTF o consideră o oportunitate pentru colectarea de venituri suplimentare la bugetele

naționale, care ar compensa, cel puțin parțial, fondurile publice utilizate pentru gestiunea crizei.

Aplicarea TTF nu este echivalentă cu taxarea instituțiilor financiare. Dacă o instituție financiară nu desfășoară (în nume propriu) operațiuni din gama celor taxabile, atunci ea nu va plăti TTF. În cazul în care se realizează o singură tranzacție taxabilă prin TTF, atunci instituția financiară va plăti taxa corespunzătoare doar pentru acea operațiune.

În contextul diferitelor propuneri privind forma unei taxe pe servicii financiare, trebuie menționat că TTF se diferențiază fundamental de taxa pe activități desfășurate în domeniul financiar și taxa bancară (tabelul nr. 1). Taxa pe activități desfășurate în domeniul financiar se aplică pe profiturile instituțiilor financiare și/sau pe pachetele cu remunerații excesive ale conducerilor lor executive, în timp ce taxa bancară se aplică pe mărimea bilanțului, iar sumele astfel obținute alimentează, în general, un fond pentru stabilitate financiară.

Tabelul 1 – Diferențe conceptuale între diferitele forme ale taxei pe servicii financiare

	Rol	**Bază de calcul**	**Cotă**	**Destinația fondurilor**
Taxa pe tranzacții financiare	Prevenirea exacerbării speculațiilor financiare Acoperirea costurilor fiscale generate de gestiunea crizei financiare	Valoarea (nominală a) tranzacției	**Fixă** sau **Pe două paliere** (nivelul inferior se aplică pentru tranzacțiile normale, iar cel superior se aplică tranzacțiilor speculative)	Bugetul de stat
Taxa pe activități desfășurate în domeniul financiar	Prevenirea asumării unor riscuri exagerate de către instituțiile financiare	Valoarea profitului Mărimea remunerației conducerii	**Fixă**	Bugetul de stat
Taxa bancară	Acumularea *ex-ante* a fondurilor necesare soluționării unor evenimente viitoare care prezintă risc sistemic accentuat	Mărimea bilanțului Valoarea pasivelor negarantate	**Fixă** sau **Ajustată la risc**	**Fond de restructurare** sau Bugetul de stat

Taxa pe activități desfășurate în domeniul financiar *(eng. - financial activity tax)* se aplică la valoarea profitului sau a remunerației conducerii instituțiilor financiare, cu scopul de a compensa asumarea exagerată de riscuri de către sectorul financiar (FMI, 2010). În cazul profiturilor, baza de impozitare va lua în calcul doar acea valoare care depășește un anumit prag al ratei de rentabilitate, constituindu-se deci într-un impozit pe excesul de rentabilitate. Se consideră că implementarea FAT va avea efectul de comprimare a dimensiunii sectorului financiar, în condițiile unui nivel mai redus de incertitudine privind consecințele asupra structurii piețelor financiare și implementării efective.

Taxa bancară (eng. - bank transaction tax) este o taxă percepută asupra valorii depozitelor sau altor sume retrase de clientelă din conturile bancare. De regulă apare sub forma unei taxe ad valorem, a cărei valoare băncile o reține și o virează la bugetul de stat. A fost implementată cu precădere în țările ce au experimentat crize fiscale, fiind o modalitate rapidă de a majora încasările statului. Principalul inconvenient este acela al restrângerii intermedierii financiare, subminând economisirea, investițiile și creșterea economică. Într-un studiu al World Bank (Kirilenko, Summers 2001) se arată că, dacă se adoptă rate de impozitare scăzute, pe o perioadă scurtă de timp, au potențialul de a genera rapid și eficient venituri. În situația în care se implementează pentru perioade îndelungate de timp sau se stabilește un nivel ridicat al taxei, pot fi generate pierderi ale bunăstării. Raportul elaborat de Tax Research UK (2010) propune denumirea alternativă de *bank debit tax*.

1.2. Scurt istoric al utilizării în practică

Unul dintre exemplele relevante ale aplicării taxei pe servicii financiare este cel al Marii Britanii, care începând cu anul 1986, are implementată o taxă de timbru pentru achizițiile de acțiuni (plus unitățile de fond). Cuantumul său este de 0,5%, însă dacă tranzacția este efectuată cu o contrapartidă externă, aceasta devine triplă. Veniturile medii anuale au fost evaluate la aproximativ 800 mil. lire sterline.

Suedia, care are implementată în prezent o taxă pe stabilitate financiară, oferă un alt exemplu privind utilizarea unei taxe pe tranzacții financiare. Însă acesta este mai puțin favorabil decât cel al Marii Britanii. Suedia a instituit în anul 1984 o taxă pe tranzacțiile cu acțiuni, titluri cu venit fix și derivate financiare derulate prin intermediari locali. Cuantumul său inițial a fost de 0,5%, iar din 1986 a fost dublat, achitându-se atât de cumpărător, cât și de vânzător. Reacția investitorilor de pe piața suedeză de capital a fost diversificată. Investitorii străini au transferat cea mai mare parte a tranzacțiilor cu titluri de valoare emise în Suedia către brokerii nerezidenți. Investitorii autohtoni fie și-au comprimat volumul tranzacționat, fie și-au stabilit sedii offshore care să le permită derularea tranzacțiilor prin brokeri

nerezidenți. În consecință, instituirea TTF a determinat migrarea către piața londoneză a aproximativ 60% din volumul tranzacționat cu acțiunile celor mai lichide 11 companii suedeze, în timp ce tranzacțiile cu contracte futures s-au comprimat cu aproape 95%, iar cele cu obligațiuni cu până la 85%. Relocarea masivă a tranzacțiilor supuse aplicării TTF s-a datorat, în principal, deficiențelor de configurare a acesteia. Baza de impozitare era restrânsă și cuprindea doar tranzacțiile efectuate pe teritoriul Suediei; tranzacțiile ce nu necesitau prezența unui broker sau cele derulate prin intermediul brokerilor nerezidenți fiind excluse din baza de taxare.

Includerea titlurilor cu venit fix și practicarea unor cote de impozitare diferențiate în funcție de maturitatea titlului (0,001% pentru scadențe sub 90 de zile și până la 0,015% pentru maturități de peste 5 ani) începând cu anul 1989 au contribuit la comprimarea rapidă a volumului tranzacționat. În cazul acestui tip de instrumente financiare, nu relocarea tranzacțiilor a generat colapsul pieței, ci existența pe piața de capital suedeză a unor substitute atractive, ce nu intrau sub incidența taxei, fapt ce a determinat o modificare a preferinței de investire. În ceea ce privește căderea pieței derivatelor, aceasta se datorează și cotelor de taxare impuse (între 0,15% și 1%), mult mai mari comparativ cu cele prevăzute în propunerea Comisiei Europene (de 0,01%). În același timp, costul de finanțare a deficitului bugetar a crescut, investitorii cerând ca randamentul titlurilor de stat să acopere și TTF. Pe ansamblu, taxa nu s-a dovedit foarte eficace nici în a preveni vulnerabilitățile sistemice și nici în a genera venituri semnificative pentru buget. Criza financiară care a cuprins Suedia la începutul anilor `90 și veniturile medii anuale de numai 50 mil. SEK (cca. 10 mil. euro) au făcut ca taxa să fie abolită în anul 1991.Un exemplu considerat o reușită de către literatura de specialitate este cel reprezentat de cazul Braziliei, țară în care a fost aplicată o TTF pe operațiunile de retragere de numerar în perioada 1993-2007. Cuantumul său inițial a fost de 0,2%, iar din 1999 a fost mărit la 0,38% (cu unele excepții în perioada 2000-2001). Veniturile generate de taxă (cca. 36 mld. reali brazilieni) au fost de trei ori mai ridicate comparativ cu impozitul pe profit colectat de la bănci în 2007. Ulterior, taxa a fost înlocuită cu o taxare superioară a profiturilor bancare. Forme diferite de TTF au mai fost implementate și în alte state din America Latină, o zonă mai puțin afectată de criza financiară internațională care a izbucnit în anul 2007. Acestea sunt Argentina, Columbia, Ecuador, Peru și Venezuela.

1.3. Propuneri recente

Propunerile privind introducerea unor taxe financiare au reapărut pe fondul discuțiilor privind soluțiile de reechilibrare a bugetelor naționale, semnificativ afectate de actuala criză financiară internațională. Instituirea unei TTF la nivel global a fost readusă în discuție, în contextul crizei, de Marea Britanie în noiembrie

2009. Ex-premierul britanic Gordon Brown a propus o taxă de tip Tobin pe tranzacțiile financiare, după modelul sugerat de economistul James Tobin în anii '70 pentru a tempera speculațiile pe piața valutară. Această inițiativă a avut parte de o primire rece din partea reprezentanților industriei bancare, pe motivul că aplicarea ei ar putea afecta lichiditatea piețelor și ar încuraja migrația către alte centre financiare, în absența unei implementări riguroase la nivel mondial. În acest context, introducerea unei prime de asigurare a fost vehiculată drept alternativă. FMI s-a opus, însă, acestei sugestii pe motivul că ar produce efecte adverse în comportamentul băncilor. Odată ce prima ar fi achitată, spuneau oficialii FMI, băncile s-ar putea considera îndreptățite să își asume riscuri mai mari. Prin urmare, o astfel de măsură ar amplifica și mai mult hazardul moral în sistemul bancar.

Parlamentul European a solicitat Comisiei Europene (CE) să structureze o abordare pentru taxarea financiară (10 martie 2010), având ca obiect tranzacțiile "nedorite", ce vor fi identificate punctual de Comisie. Rezoluția nu a indicat însă vreun model anume de taxă. Ulterior, în cadrul Consiliului European din 17 iunie 2010 țările membre (cu excepția Cehiei) au agreat introducerea unui cadru de taxare a sistemului financiar pentru a asigura împărțirea echitabilă a poverii unei crize financiare și a controla riscul sistemic. Acest demers ar trebui să facă parte dintr-un cadru credibil de gestiune a crizelor financiare la nivel european, care să asigure condiții concurențiale echitabile în sistemul financiar. Franța și Germania au readus în discuție posibilitatea introducerii unei taxe pe tranzacțiile financiare. Propunerea s-a găsit pe agenda întâlnirii G20 din 26-27 iunie 2010, însă nu a obținut sprijin pentru o aplicare la nivel global. Discuțiile au continuat, însă, la nivelul UE, subiectul găsindu-se pe agenda reuniunilor Consiliului ECOFIN și Comitetului Economic și Financiar (*Economic and Financial Committee – EFC*).

Comisia Europeană a propus, la sfârșitul lunii septembrie 2011, un proiect de Directivă privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare și de modificare a Directivei 2008/7/CE, care să conducă la întărirea aplicării regulilor pieței unice și să descurajeze asumarea de activități riscante pe unele segmente ale pieței financiare. Conform proiectului de Directivă, aplicarea taxei pe tranzacțiile financiare ar urma să se realizeze începând cu anul 2014, scopul declarat fiind asigurarea unei contribuții determinante pentru prezervarea stabilității financiare, în vederea realizării unei creșteri economice durabile în spațiul european. Proiectul de directivă a Consiliului privind un sistem comun de taxare a tranzacțiilor financiare (TTF) și de modificare a Directivei 2008/7/CE a fost discutat, în cadrul a șapte reuniuni, de către **Grupul de lucru probleme fiscale - impozitare indirectă**. Prima întâlnire a avut loc în timpul președinției poloneze în decembrie 2011, iar prima examinare tehnică a propunerii a fost disponibilă trei luni mai târziu. Pe parcursul reuniunilor ulterioare, Grupul de lucru a urmat

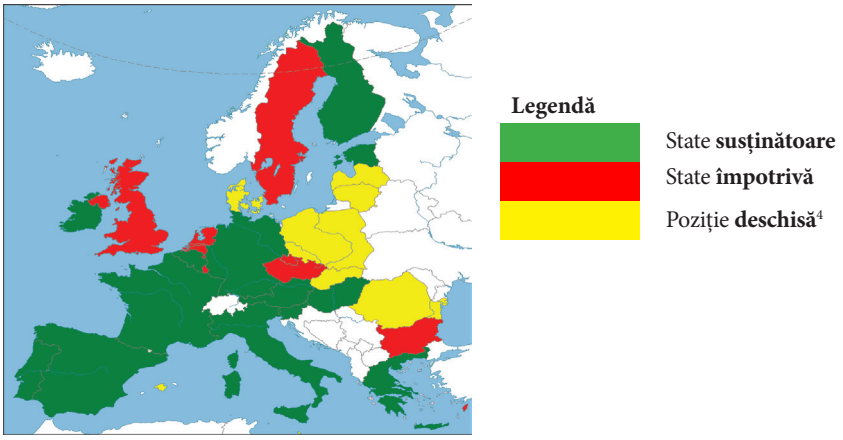
cea de-a doua abordare sugerată de către ECOFIN prin examinarea în paralel a soluțiilor tehnice privind TTF (inclusiv elemente legate de taxa de timbru) cu modalități alternative de impozitare și de reglementare a sectorului financiar. Discuțiile purtate în cadrul întâlnirilor au încercat să identifice compromisuri în cadrul propunerii.

Au fost discutate și posibilitățile pentru o abordare pas cu pas, începând cu o bază de impozitare mai restrânsă și extinderea treptată a acesteia, precum și creșterea ratelor de impozitare; în scopul conformării cu cerințele ECOFIN au fost incluse în subiectele de discuție și elemente ale unei taxe de timbru. Serviciile Comisiei au întocmit șapte fișe tehnice suplimentare, cu explicații suplimentare ale anumitor elemente ale propunerii, inclusiv, printre altele, un document cu privire la diferitele metode de impozitare a activității financiare, care să acopere impozitarea forței de muncă, impozitarea de tip „bank levy", reglementări directe, impozitul pe profit și taxe de activitate, o lucrare asupra estimărilor veniturilor, impactul macroeconomic etc.. Discuțiile din cadrul grupului de lucru au arătat, de asemenea, că un număr de state membre sunt împotriva armonizării impozitării sectorului financiar la nivelul celor 27 state membre ale UE (a se vedea figura 1).

Ultima reuniune a grupului a avut loc în timpul președinției daneze în data de 1 iunie 2012. Ca urmare a eșecului rezultat în demersul de obținere a unui acord între toate statele membre, un grup de unsprezece țări a semnalat Comisiei Europene intenția de declanșare a procedurii cooperării consolidate (engl. *enhanced cooperation*) prevăzută de art. 20. din Tratatul UE și art.326-334 din Tratatul privind funcționarea UE. Primul pas în procesul de materializare a demersului de cooperare consolidată îl constituie acceptarea existenței unui impas, fapt pentru care propunerea CE nu poate fi adoptată în unanimitate, într-un timp rezonabil. Al doilea pas constă în transmiterea de către cel puțin nouă state implicate voluntar a scrisorii prin care se precizează că sunt gata să participe la cooperarea consolidată. Notificările primite de CE în perioada 28 septembrie - 23 octombrie 2012 au reprezentat baza pentru lansarea, pe 23 octombrie 2012, a unei noi **propuneri privind autorizarea cooperării consolidate în domeniul taxării tranzacțiilor financiare** pentru 11 state membre (Belgia, Germania, Grecia, Estonia, Spania, Franța, Italia, Austria, Portugalia, Slovenia și Slovacia).

Propunerea de decizie (CE 2012c) reprezintă o etapă procedurală importantă în cadrul procesului cooperării consolidate.

Figura 1 – Harta susținătorilor propunerii CE



Sursa: prelucrare proprie

Baza juridică a propunerii de decizie este art. 329(1) din Tratatul privind funcționarea UE. În urma evaluării sale, Comisia a ajuns la concluzia că sunt îndeplinite condițiile legale (domeniul de aplicare, numărul de state participante, protejarea intereselor UE și consolidarea procesului de integrare, conformarea la legislația UE și respectarea drepturilor statelor neparticipante) pentru a iniția cooperarea consolidată cu privire la taxa pe tranzacțiile financiare. În proiectul de decizie, Comisia menționează că stabilirea unui sistem comun al taxei pe tranzacțiile financiare într-un număr suficient de state membre va reduce riscul de fragmentare a pieței interne și distorsiunile de concurență care ar exista în prezent, ca urmare a aplicării unor forme diferite de impozitare în UE.

Comisia consideră că un sistem armonizat al TTF va reduce riscurile de relocare și de evaziune fiscală. Totodată, potrivit Comisiei, un sistem comun al TTF va asigura o contribuție echitabilă a sectorului financiar la costul crizei financiare. Propunerea de decizie trebuie să fie adoptată cu majoritate calificată la nivelul celor 27 de țări membre UE și să primească aprobarea Parlamentului European și Consiliului European pentru ca statele membre interesate (cele 11 state membre menționate) să poată iniția cooperarea consolidată. Pe agenda Consiliului ECOFIN din 13 noiembrie 2012 va fi plasată și obținerea autorizației din partea Consiliului European privind declanșarea procedurii de cooperare consolidată pentru cele 11 state solicitante. După adoptarea deciziei, Comisia va prezenta o propunere de directivă privind taxa pe tranzacțiile financiare care va fi examinată și adoptată de statele membre participante la cooperarea consolidată. Comisia a anunțat că propunerea de directivă privind TTF va fi similară propunerii inițiale de directivă prezentată în septembrie 2011, cu

[4] State care nu resping proiectul în ipoteza unei soluții UE, însă nu se declară unilateral susținătoare.

luarea în considerare a noului perimetru geografic în care va fi aplicată. Potrivit raportului Price Waterhouse Coopers (2012c), taxarea tranzacțiilor financiare în cadrul mecanismului de cooperare consolidată va deveni funcțională și va produce efecte începând, cel mai probabil, cu 1 ianuarie 2014.

1.4. Argumente pro și contra implementării unei taxe pe tranzacții financiare

Dezbaterile publice privind valențele TTF și riscurile pe care aceasta le incumbă se pot structura pe cinci componente strâns legate între ele, respectiv (1) impactul asupra eficienței piețelor financiare și a riscului sistemic; (2) efectul asupra situației bugetului de stat; (3) impactul asupra costului intermedierii financiare; (4) modul în care poate preveni viitoare crize, pornind de la reperele actualei crize financiare; (5) fezabilitatea tehnică.

1.4.1 Impactul asupra eficienței piețelor financiare și a riscului sistemic

Opțiunea de taxare a sistemului financiar, complementar reglementărilor existente, este percepută ca fiind subordonată dezideratului de întărire a funcționării eficiente a piețelor financiare, prin limitarea diverselor forme de eșec al piețelor (volatilitatea prețurilor, tranzacții speculative pe termen scurt, ratingurile supraevaluate atribuite produselor structurate) sau a externalităților negative. În cazul piețelor eficiente, introducerea taxei ar trebui să producă efecte minime asupra prețului activelor financiare tranzacționate, astfel încât să nu modifice comportamentul de echilibru; în situațiile de eșec al pieței, taxa va trebui să canalizeze modificarea relativă a prețurilor către o direcție eficientă din punct de vedere social (Honohan, Yoder 2010). Darvas, Weizsäcker (2011) pornesc de la premisa că, dacă piețele financiare alocă în mod eficient factorii de producție reprezentați de capital și risc, în cadrul procesului de producție sau intermediere, atunci taxarea etapelor intermediare ale acestui proces ar trebui evitată deoarece perturbă eficiența producției. Argumentele susținătorilor TTF sunt în principal legate de potențialul pe care aceasta îl are în privința corectării unora dintre excesele pieței, eliminând tranzacțiile considerate nenecesare, ori dăunătoare, din perspectiva eficienței pieței, limitând creșterea volatilității prețurilor activelor financiare. Totodată, TTF va penaliza tranzacțiile pe termen scurt, în timp ce impactul asupra investițiilor cu un orizont mai lung de timp va fi neglijabil. În acest sens, Schulmeister (2010) apreciază că tranzacțiile de tip hedging sau "real-world-transactions" (tranzacțiile de pe piața valutară ce decurg din comerțul internațional) ar fi foarte puțin afectate de un nivel redus al taxei.

În plus, ca replică la aprecierile contestatarilor în legătură cu reperele lichidității diferitelor segmente ale pieței financiare, susținătorii TTF invocă experiența crizei financiare internaționale. Faptul că majorarea volumului tranzacțiilor este un indiciu al unei lichidități superioare a fost infirmat de criza financiară. Lichiditatea unei piețe provine din participarea unei diversități ridicate de operatori, numărul de tranzacții fiind doar o parte a ecuației. Nu este suficient ca un număr de câțiva operatori să genereze volumuri mari de tranzacționare pentru a considera o piață ca fiind lichidă.

Tabelul 2 – Argumente pro și contra utilității TTF pentru eficiența piețelor financiare

Argumente **în favoarea** TTF	Argumente **împotriva** TTF
• comprimare a volumului tranzacțiilor cu frecvență ridicată	• scădere a numărului de tranzacții
	• majorare a costurilor tranzacțiilor
	• declin al lichidității piețelor
• poate contribui la reducerea volatilității prețurilor	• amplifică volatilitatea prețurilor
	• perturbă activitatea de asset management

Principalele critici aduse TTF sunt următoarele:

- piețele financiare pe care se percepe o taxă asupra tranzacțiilor înregistrează o scădere a numărului de tranzacții, concomitent cu reducerea lichidității pieței, fără a se putea afirma cu certitudine care este efectul acestui declin asupra volatilității prețului sau eficienței pieței (Comisia Europeană, 2010).

- FMI (2011) susține că reducerea volumului tranzacțiilor poate produce efecte în sensul unui declin al lichidității, sau poate majora prețul tranzacțiilor, ceea ce va amplifica volatilitatea prețurilor (opinie agreată și de Institute of Development Studies - McCulloch, Pacillo 2011).

- instituțiile financiare contribuie în mod diferit la manifestarea riscului sistemic, distincție care se menține și în cazul costurilor economice și sociale ocazionate de o potențială salvare a acestora din fonduri publice. Prin urmare, trebuie impusă o deosebire și în ceea ce privește componența bazei de impozitare, respectiv cotele de impozitare între diferitele tipuri de instituții financiare (bănci versus societăți de asigurare) (FMI, 2010).

- raportul OECD (Schich, Kim 2010) pune în evidență natura ambivalentă a taxei. Pe de o parte, impozitarea tranzacțiilor financiare va majora costul

tranzacțiilor pe termen scurt, cu frecvență ridicată (în special al celor de arbitraj sau speculative), comparativ cu cele pe maturități mari, contribuind la reducerea volatilității. Pe de altă parte, majorarea costurilor de tranzacționare are potențialul de a diminua lichiditatea pieței și de a amplifica volatilitatea.

- rezultatele studiului empiric efectuat de CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (2011) evidențiază că introducerea TTF nu se va dovedi eficientă în corectarea deficiențelor de funcționare ale piețelor financiare. În plus, nimic nu indică un potențial efect al taxei în sensul reducerii volatilității sau asset price bubbles.

- potrivit unei analize efectuate de o divizie din cadrul United Nations (Advisory Group on Finance – AGF, 2010) introducerea unei taxe pe tranzacțiile pieței valutare afectează în special economiile țărilor în curs de dezvoltare (exportatorii ale căror contracte sunt denominate în valută și sunt acoperite prin operațiuni de hedging pot înregistra diminuări ale rezultatului operațiunii; companiile și guvernele se pot împrumuta la rate de dobândă mai ridicate în cazul în care se amplifică volatilitatea monedei naționale).

- taxarea acordurilor de răscumpărare repo va determina băncile să recurgă, într-o proporție mai redusă, la acest tip de contracte, și să dețină mai mult cash în defavoarea activelor mai puțin lichide. Acest fapt se va repercuta și asupra profitabilității băncilor, întrucât activele cu un grad mai ridicat de lichiditate oferă randamente mai mari decât cele mai lichide, ce pot fi convertite rapid în cash (Oxera, 2011).

- "*Mulți dintre cei care susțin o asemenea taxă (TTF) nu cunosc și nici nu le pasă de efectele pe care aceasta le poate avea asupra eficienței pieței*" (Charles Goodhart, EuroIntelligence, 26th November 2009);

- Baker (2010) preconizează ca taxa să aibă un impact mai redus asupra activelor mai puțin lichide, respectiv ridicat asupra celor intens tranzacționate.

- "*Va reduce lichiditatea și, astfel, va contribui la creșterea volatilității piețelor*" (Lanne și Vesala, 2006). La nivelul pieței valutare, studiul efectuat de autorii menționați a pus în evidență incidența distinctă a TTF asupra celor două categorii de participanți ai pieței : investitorii informați, ce adoptă o poziție de vânzare sau cumpărare pe baza unor raționamente proprii privind valoarea intrinsecă a devizei, respectiv investitorii neinformați (engl. uninformed, noise traders) în categoria cărora se includ, în principal, importatorii și exportatorii ce au nevoie, la un moment dat, de o anumită valută pentru efectuarea decontării, fără a fi preocupați de valoarea intrinsecă (caracterul subevaluat sau supraevaluat) a valutei respective. Se susține, deci, că aplicarea unei TTF ar descuraja într-o proporție mai mare investitorii informați.

- Wagner, Smith, Rigby (2012) estimează că aproximativ 70-75% din volumul tranzacționat pe piața valutară europeană va migra către jurisdicțiile unde nu se percepe o astfel de taxă, diferența de volum rămasă urmând a se contracta cu 6%. Consecința fragmentării pieței valutare europene și a restrângerii lichidității se va concretiza, potrivit estimărilor autorilor menționați, într-o majorare a spread-ului bid/ask de până la 110%.

- *"Ar descuraja hedging-ul...[care] ajută la dispersarea mai echitabilă a riscului*" (Helmut Reisein, Centrul de dezvoltare al OECD, mai 2002).

- European Banking Federation (2012) apreciază că, după aplicarea TTF, lichiditatea fiecărei piețe va fi condiționată de impactul taxei, ce poate îmbrăca două forme: majorarea spreadului bid/ask, respectiv reducerea profiturilor market makerilor. Se apreciază că perceperea taxei asupra produselor financiare cu marjă redusă (engl. low margin products) va provoca fie dispariția acestora, fie creșterea marjei. În acest caz, instrumentele financiare ce pot fi utilizate pentru scopuri de hedging vor fi accesate mai greu de către sectorul corporate. Se preconizează, deci, un declin al lichidității pe toate piețele financiare.

- Federation of European Securities Exchanges (FESE, 2010) și International Council of Securities Associations (ICSA, 2011) și-au exprimat opoziția față de o posibilă introducere a TTF în Europa, aducând ca argumente suplimentare față de cele menționate anterior caracterul inechitabil al taxei în cazul în care nu va reuși să acopere toate instituțiile și instrumentele financiare aflate la originea crizei financiare (sunt vizate în special tranzacțiile over-the-counter).

- International Swaps and Derivatives Association (ISDA, 2011) consideră că TTF ar fi dăunătoare deopotrivă pentru sectorul financiar și companii, întrucât acestea din urmă utilizează derivatele ca instrument de management al riscurilor de rată a dobânzii, de curs de schimb sau contrapartidă, iar introducerea taxei va majora, în ultimă instanță, costul hedgingului acestor riscuri. În ceea ce privește taxarea suplimentară a sectorului financiar, ISDA atrage atenția asupra riscului de reducere a bazei de capital, într-un moment în care autoritățile de reglementare solicită constituirea de rezerve adiționale de capital (engl. capital buffers).

- European Fund and Asset Management Association (EFAMA, 2011) semnalează că aplicarea TTF va avea un impact extrem de dăunător asupra industriei companiilor de asset management, organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare și money market funds întrucât unele fonduri money market își vor înceta activitatea, se va compromite atractivitatea investițiilor în acțiuni și obligațiuni, fapt ce va antrena o restrângere a unei surse importante de finanțare pe termen lung a economiei europene și va determina migrarea capitalurilor investitorilor instituționali și retail către alte produse de economisire pe termen lung (depozite bancare, asigurări de viață), care nu intră sub incidența taxei.

- European Fund and Asset Management Association (EFAMA, 2012) estimează consecințele impozitării tranzacțiilor financiare asupra organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (engl. UCITS - Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) la nivelul unui cost de 38 miliarde euro, pentru anul 2011, din care 15 miliarde euro ar fi plătite de investitori la vânzarea sau răscumpărarea unităților de fond/acțiunilor OPCVM-urilor, iar diferența de 23 miliarde euro s-ar datora achizițiilor și vânzărilor de titluri de valoare efectuate de managerii OPCVM-urilor. Trebuie precizat faptul că propunerea de directivă a CE exclude din baza de impozitare emisiunile de titluri de valoare pe piața primară, regulă care nu se aplică însă și în cazul tranzacțiilor primare cu OPCVM-uri. Acest lucru este perceput ca o denaturare a concurenței pentru cei care investesc în OPCVM-uri.

- compania de asset management BlackRock (2011) apreciază că TTF va crea stimulente nedorite pentru activitatea de investiții și va submina principiile solide aflate la originea activității de asset management, cum ar fi diversificarea, hedgingul și execuția eficientă. Va fi necesară asumarea unor niveluri mai ridicate de risc pentru portofoliile active sau investirea într-o proporție mai mare în derivate, astfel încât clienții să obțină în continuare același nivel al rentabilității. Un alt argument împotriva introducerii TTF rezidă din dubla taxare pe care o induce asupra celor care investesc în fondurile money market. Astfel, veniturile acestora deja au făcut obiectul unei impozitări sub forma impozitului pe profituri/venituri din salarii, iar aplicarea taxei va fi percepută drept un impozit asupra investițiilor. În același document, BlackRock (2011) a evaluat impactul taxei asupra unui eșantion de fonduri de investiții pe termen lung, aplicând cota de impozitare la nivelul tranzacțiilor efectuate de aceste fonduri în anul 2010. Rezultatele au indicat că, pe termen scurt, rentabilitatea anuală a unui portofoliu deținut la un fond ce oferă venituri fixe va fi diminuată cu un procent cuprins între 0,25 și 0,5%, odată cu introducerea TTF.

În ipoteza că un individ investește suma de 10.000 euro într-un fond de tip UK equity, după 20 de ani valoarea cumulată a TTF va fi de 1.000 euro. Dacă optează pentru o investiție într-un fond de tip Global equity, valoarea TTF plătită pe parcursul celor 20 de ani va ajunge la 2.300 euro, iar dacă investește într-un fond activ de tip European equity va pierde aproximativ 15.000 euro, reprezentând contravaloarea taxei.

- în ceea ce privește sectorul asigurărilor, poziția adoptată de European Insurance and Reinsurance Federation (CEA, 2012) este de respingere a aplicării unei TTF, considerând drept inadecvată perceperea acesteia de la toți actorii sistemului financiar, fără a se ține cont de implicarea directă a acestora în declanșarea crizei financiare globale. Totodată, comunicatul CEA precizează că între modelele de afaceri ale băncilor și companiilor de asigurare există o deosebire fundamentală,

ce decurge dintr-un profil de risc mai redus, surse de finanțare stabile, pe termen lung ce diminuează expunerea la riscul de lichiditate, o structură bilanțieră mai simplă. În plan macro-prudențial, activitățile tradiționale de asigurare nu generează, transmit sau amplifică riscul sistemic. CEA subliniază importanța utilizării derivatelor ca instrument de control al riscurilor activității de asigurare, taxarea acestor operațiuni ducând la propagarea taxei către consumatorul final, prin intermediul majorării valorii primelor.

1.4.2 Efectul asupra situației bugetului de stat

În contextul în care economiile țărilor dezvoltate și emergente se confruntă tot mai acut cu problema deficitelor fiscale, câștigă tot mai mult teren ideea de a crea noi instrumente cu potențial de generare de venituri la bugetul de stat, prin aplicarea unei taxe modice asupra nivelului activelor bancare sau a valorii tranzacțiilor financiare. Din perspectiva acestui criteriu de evaluare, punctele de vedere sunt preponderent nefavorabile eficacității TTF de a contribui la crearea unei surse noi, importante de venituri pentru bugetul de stat. Rezervele manifestate rezidă, pe de o parte, din estimarea unor venituri reduse din impozitarea tranzacțiilor, iar pe de altă parte din corelarea acestora cu efectul negativ pe care îl vor produce asupra creșterii economice. Totodată, unele opinii susțin că aplicarea uniformă, la nivelul UE, a acestei modalități de taxare directă a sectorului financiar, fără o discriminare prealabilă privind climatul macroeconomic al statelor membre UE, are potențialul de a deteriora perspectivele de relansare economică. Poziția CE este însă orientată către identificarea de noi surse de venit, la nivelul UE, care ies deci de sub jurisdicția Ministerelor de Finanțe naționale.

Argumentele care sprijină aprecierea că TTF reprezintă un instrument cu un potențial semnificativ pentru colectarea de venituri la bugetul de stat sunt legate de următoarele aspecte:

- într-o notă explicativă publicată pe 4 mai 2012, Comisia Europeană (2012a) estimează că, pentru un nivel al TTF de 0,1% pentru titlurile de valoare și 0,01% pentru derivate, taxa fiind percepută de la ambele părți implicate în tranzacție, veniturile generate ar fi de 57 miliarde euro. O treime dintre aceste venituri se anticipează să fie generată de tranzacțiile cu acțiuni și obligațiuni, diferența fiind reprezentată de tranzacțiile cu derivate (în special derivate pe rata dobânzii).

- Comisia Europeană (2012b) a realizat două evaluări ale impactului introducerii TTF asupra nivelului PIB în Europa. În cadrul primei evaluări, ce acompania propunerea de directivă, deviația potențială a PIB față de nivelul de echilibru (presupus a fi atins în anul 2050) a fost estimată la un interval cuprins între - 0,53% și - 1,76%; modelul îmbunătățit a relevat o altă estimare, mai realistă, de - 0,28%.

- Griffith-Jones, Persaud (2012) susțin că modelul DSGE dezvoltat de Comisia Europeană, în ambele sale versiuni, este incomplet deoarece nu ține cont de potențialele efecte pozitive pe termen lung ale TTF, ce ar avea impact favorabil asupra creșterii economice. Având ca punct de pornire modelul CE și ajustându-l cu propriile ipoteze, autorii estimează că impactul introducerii TTF asupra nivelului PIB în Europa ar fi pozitiv, de aproximativ 0,25%.

- experiențele Marii Britanii și Braziliei arată că TTF permite obținerea de sume importante la buget, cu costuri administrative reduse (estimări pe cazul Marii Britanii arată că valoarea cheltuielilor cu colectarea TTF sunt de 100 de ori mai reduse decât în cazul colectării impozitului de venit);

- este simplă, nu presupune îndeplinirea unor proceduri birocratice din partea plătitorilor (precum completarea de declarații speciale) și se colectează automat;

- este mai greu de ocolit comparativ cu alte taxe și nu este vulnerabilă la fapte de corupție, deoarece tranzacțiile financiare pot fi urmărite prin intermediul infrastructurii IT utilizate de sistemele de decontări și plăți;

- includerea derivatelor în setul de instrumente financiare la care se aplică o TTF de numai 5 puncte de bază ar ridica valoarea veniturilor colectate la aproximativ 215 mld. de euro (cca. 1,6% din PIB-ul UE) la nivelul UE 27 (Schulmeister, 2010)

Tabelul 3 – Argumente pro și contra utilității TTF pentru bugetul de stat

Argumente **în favoarea** TTF	Argumente **împotriva** TTF
• unele estimări apreciază un impact pozitiv asupra PIB	• venituri reduse din impozitarea tranzacțiilor
• potențial semnificativ de generare de venituri suplimentare la bugetul de stat	• efect de asimetrie a veniturilor
• limitează substanțial fenomenul de evaziune fiscală	• indirect, reduce alte surse de venit ale bugetului de stat
	• efect negativ asupra creșterii economice

Principalele critici aduse din perspectiva acestui criteriu sunt legate de percepția că eficacitatea colectării de venituri pentru bugetul de stat este slabă. Rezervele manifestate privind capacitatea TTF de a genera venituri bugetare importante sunt următoarele:

- conform analizei realizate de Comisia Europeană, aplicarea la nivelul UE (plus Norvegia și Elveția) a unei taxe în cuantum de 10 puncte de bază pe tranzacțiile spot desfășurate pe piețele reglementate, ar genera fonduri publice în valoare de 20 mld. euro; în plus, repartizarea geografică a veniturilor este puternic asimetrică, avantajate fiind țările care reprezintă centre financiare puternice;

- "*TTF poate distruge sau amenința sute de mii de locuri de muncă direct sau indirect, afectând astfel și sumele colectate din taxe și impozite de stat; efectul introducerii unei TTF poate fi extrem de dăunător... În mod esențial, este o taxă asupra locurilor de muncă*" (Xavier Rolet, Director executiv al London Stock Exchange);

- "*TTF presupune două aspecte – în primul rând, că toți operatorii o aplică în mod unitar, iar în al doilea rând, că inovarea financiară nu o va afecta. În primul caz, operatorii se vor îndrepta către țările care nu aplică această taxă, iar în al doilea caz vor dezvolta noi instrumente pentru a o evita*" (Angela Knight, CEO British Bankers Association, 8th November 2009).

- Eichengreen (2012) susține că estimarea Comisiei de 57 miliarde euro pentru veniturile ce se așteaptă a fi generate de TTF reprezintă, cu siguranță, o supraevaluare a potențialelor încasări.

- încasările din TTF nu sunt sustenabile și nu vor fi suficiente pentru a fi folosite ca justificare pentru costurile semnificative la care vor expune economia (Association for Financial Markets în Europe - AFME, 2011).

- European Banking Federation (2012) contestă acuratețea veniturilor estimate de către CE, aducând o serie de argumente : studiul de impact a fost elaborat pornind de la premisa unei economii închise (acest model ar fi fost mai indicat în cazul unei abordări globale a TTF, și nu regionale), nu au fost efectuate analize la nivelul individual al țărilor membre[5] (engl. country-by-country analysis), analiza pe categorii de produse nu este corect fundamentată (argumentul este dat de discrepanța între volumul tranzacțiilor cu obligațiuni în UE utilizat de CE în studiul de impact și cel publicat de Banca Centrală Europeană), nu s-a ținut cont de efectul de propagare al taxei (engl. cascading effect). Efectul de cascadă al taxei sau, altfel spus, potențialul de taxare multiplă, a fost semnalat și de FMI (2010), EFAMA (2011), Oxera (2011) și compania britanică de consultanță Clifford Chance (2011).

[5] Într-un document de lucru al Comisiei Europene, publicat ulterior raportului European Banking Federation, a fost estimat impactul cantitativ al veniturilor generate de aplicarea TTF asupra contribuțiilor fiecărui stat membru la bugetul UE. Calculele au relevat ca în anul 2020 contribuțiile naționale se vor diminua cu 50%. (Comisia Europeană, Working document of the Commission services, COMBUD 103/12, 23 march 2012).

- pornind de la valoarea maximă estimată de CE pentru scăderea PIB-ului pe termen lung (-1,76%), Ernst & Young (2011) calculează că bugetul UE va înregistra o pierdere de venituri de aproximativ 128 miliarde euro. Într-un alt scenariu, dacă introducerea TTF va genera o comprimare cu 40% a volumului tranzacțiilor cu acțiuni, cu 10% a celui cu obligațiuni și cu 98% a volumului derivatelor, veniturile estimate a fi generate de taxă vor reprezenta doar 12 miliarde euro. Totodată, apreciază că două dintre argumentele aduse de CE în favoarea introducerii TTF sunt conflictuale. Astfel, dacă obiectivul este acela de a descuraja caracterul speculativ al operațiunilor financiare, atunci obținerea unui nivel scăzut al veniturilor din aplicarea taxei poate fi considerat un semn al reușitei. Dacă însă scopul este acela de a colecta venituri suplimentare, atunci ar fi de dorit ca volumul tranzacțiilor să se amplifice.

- compania de consultanță Oxera (2011) analizează impactul economic al TTF având ca punct de pornire valoarea estimată de CE pentru scăderea PIB, și anume 0,53%. Ținând cont că veniturile curente din taxe reprezintă 40% din PIB, raportul Oxera preconizează că, pe termen lung, pierderea de venituri generale din taxe se va ridica la 0,21% din PIB (26 miliarde euro/an în valoare absolută). Aceste rezultate indică faptul că introducerea TTF nu se va dovedi eficientă pentru colectarea de venituri, întrucât aproape jumătate dintre veniturile generate de TTF vor fi erodate de impactul negativ al acesteia asupra altor activități ce fac deja obiectul taxării.

- ca reacție la publicarea celui de-al doilea studiu de impact de către CE, Oxera (2012) și-a actualizat estimările privind impactul TTF asupra creșterii economice și veniturilor generate. Concluzia potrivit căreia taxa este o modalitate ineficientă de a atrage venituri la bugetul de stat este menținută întrucât calculele Oxera arată că o creștere cu 1% a veniturilor din TTF presupune sacrificarea a 2% din PIB anual. Comprimarea activității economice se va reflecta, ulterior, în reducerea altor surse de venit ale bugetului de stat (impozitele pe veniturile din salarii și pe profitul agenților economici, încasările din impozitele indirect ca urmare a diminuării consumului, scăderea investițiilor etc.) relația estimată de Oxera fiind aceea că, pe termen lung, o scădere anuală a PIB cu aproximativ 1% va fi însoțită de un declin al încasărilor generale din taxe de 0,4% din nivelul PIB.

- luând drept referință primul studiu de impact al CE, UK European Scrutiny Committee (2011) susține că impactul economic real al scăderii PIB-ului UE cu 1,76% este echivalent cu o comprimare a creșterii economice cu 216 miliarde euro; o scădere cu 0,2% a ratei de ocupare a forței de muncă echivalează cu pierderea a 478.000 locuri de muncă; o diminuare a PIB-ului UE cu 3,43% reprezintă, în valori absolute, o scădere cu 421 miliarde euro iar o diminuare a ratei de ocupare a forței de muncă cu 0,34% echivalează cu o pierdere a 812.000 locuri de muncă.

- este posibilă o scădere a atractivității instrumentelor de datorie emise de guvernele țărilor membre UE. Oxera (2011) argumentează că perceperea taxei pentru tranzacțiile de pe piața secundară va genera majorarea randamentului cerut de investitori; taxarea operațiunilor repo va determina băncile să prefere deținerea de active mai lichide, în detrimentul instrumentelor de datorie; costurile derivatelor necesare pentru hedgingul instrumentelor de datorie emise de guverne vor amplifica costurile aferente investiției în instrumentele de datorie, conducând la o creștere a randamentului cerut.

1.4.3 Impactul asupra costului intermedierii financiare

Principalele opinii referitoare la introducerea unei TTF, prin prisma impactului asupra costului intermedierii financiare, semnalează tendința de creștere a costurilor în sistemul financiar, precum și preocuparea pentru riscul de transfer al poverii fiscale a taxei de la contribuabilii stabiliți în textul propunerii de Directivă către clientela nefinanciară (investitori privați sau instituționali, companii, populație). Susținătorii TTF argumentează că introducerea unei astfel de taxe va avea un impact minor asupra costurilor intermedierii financiare. Principalele lor afirmații se referă la faptul că:

- nu există motive pentru transferul costului privind TTF; instituțiile financiare care tranzacționează în nume propriu achită taxa aferentă, precum și clientela nefinanciară care inițiază astfel de operațiuni;

- un nivel redus al TTF, precum 5-10 puncte de bază, este ușor de asumat de operatorii din piață care evită tranzacțiile repetate (intra-day);

- impactul TTF asupra deciziilor de investire ar fi probabil neglijabil, în comparație cu cel care va rezulta din întărirea reglementărilor prudențiale.

- este improbabil un efect de transfer al costurilor către clientelă din două motive: a) pot fi introduse reglementări care să interzică instituțiilor financiare o astfel de inițiativă; b) gradul ridicat de competiție din sistemul financiar va descuraja instituțiile financiare să transfere parțial costurile TTF către clientelă, prin majorarea comisioanelor aferente operațiunilor de la ATM-uri sau ratelor de dobândă la credite, întrucât vor exista alte instituții care își vor menține nemodificate tarifele percepute pentru astfel de servicii. Dezavantajul competitiv pe care și-l vor crea prin propagarea TTF asupra sectorului real al economiei va avea drept consecință pierderea cotei de piață (Hillman și Ashford, 2012).

Tabelul 4 - Argumente pro și contra impactului TTF asupra costului intermedierii financiare

Argumente în favoarea TTF	**Argumente împotriva** TTF
• reglementările și competiția fac improbabil un efect de transfer al costurilor către clientelă	• risc de transfer al poverii fiscale
	• majorează costul finanțării bancare
	• majorează costul produselor de economisire pe termen lung
	• ieșire de capitaluri din UE (capital flight)

Între expunerile publice privind criticile referitoare la introducerea unei TTF, un punct important este reprezentat de creșterea costului intermedierii financiare. Principalele opinii în legătură cu creșterea periculoasă a costurilor în sistemul financiar sunt următoarele:

- TTF va afecta mecanismul de stabilire a prețurilor activelor financiare și poate avea un impact negativ asupra eficienței alocative a piețelor financiare (Comisia Europeană, 2010). Totodată, se susține importanța efectuării de analize privind incidența TTF, întrucât povara economică a taxei ar putea fi translatată de la contribuabili către alte entități din economie: agenți economici și consumatori finali, prin intermediul practicării unor comisioane mai ridicate pentru serviciile financiare. În acest caz, unul dintre deziderateле ce stă la baza adoptării TTF, și anume implicarea sectorului financiar în suportarea costurilor ocazionate de salvarea unor instituții financiare, nu va fi atins.

- Center for Policy Studies (2012) apreciază că o mare parte din povara fiscală a taxei va fi suportată de companiile de bună credință, care utilizează serviciile financiare pentru acoperirea riscurilor și îmbunătățirea eficienței activității. Cu alte cuvinte, TTF se va aplica nediscriminatoriu asupra tranzacțiilor cu instrumente financiare, majorând deci și costul acelor produse financiare create pentru a reduce riscul asumat de companii.

- povara taxei ar putea fi transferată ușor clientelei nefinanciare, inclusiv o marjă suplimentară datorată reducerii lichidității pieței (Association of German Banks, 2010 și British Bankers' Association, 2010);

- la acest punct de vedere aderă și European Banking Federation (2012), care susține că ipoteza absorbției de către sectorul financiar a costului taxării suplimentare este eronată, fiind rezultatul unei lipse de înțelegere a modului în care este gestionată activitatea financiară. În cazul specific al băncilor, orice taxă va fi transferată, în cele din urmă, portofoliului de clienți, angajaților sau shareholderilor.

-cel mai recent sondaj Eurobarometru (2011) realizat la nivelul cetățenilor UE a relevat faptul că, deși 61% dintre aceștia sunt în favoarea introducerii taxei, 25% se declară total împotrivă întrucât se tem că le-ar putea fi transferată contravaloarea acesteia.

-din perspectiva reacției investitorilor la costurile adiționale induse de introducerea taxei, European Association of Co-operative Banks (EACB, 2012) susține că investitorii nerezidenți ai UE vor fi mult mai reticenți în a intra într-o tranzacție având drept contrapartidă o instituție financiară din UE.

-European Banking Federation (2012) tratează această problemă din punctul de vedere al investitorilor rezidenți UE, care vor fi descurajați în a tranzacționa în centrele financiare din UE, iar efectul imediat va fi cel de restrângere a anumitor operațiuni (în special managementul riscurilor prin intermediul hedgingului) sau de a apela la instituții financiare nerezidente în UE.

-Oxera (2011) ia în considerare posibilitatea ca investitorii să devină interesați în a investi în companii nerezidente UE, fapt ce va genera o ieșire de capitaluri din UE (engl. capital flight). În plus, ca reacție la afirmația CE potrivit căreia introducerea TTF va afecta indirect costul finanțării bancare direcționate către sectorul retail și corporate, Oxera a estimat că marja ratelor de dobândă practicate de către o bancă pentru creditele acordate sectorului real al economiei se va majora cu 0,23%. Se sugerează și o alternativă, aceea de a diminua rata de dobândă aferentă depozitelor atrase de la clientelă, menținând-o la același nivel pe cea percepută pentru credite.

-potrivit estimărilor Băncii Centrale a Olandei (2012), introducerea TTF va antrena costuri de 4 miliarde euro pentru bănci, fondurile de pensii și companiile de asigurare, lovind substanțial creșterea economică (van Gaal, 2012). Aproximativ 2 miliarde de euro va fi pierderea suportată de către bănci, 1,7 miliarde cea aferentă fondurilor de pensii și 0,3 miliarde pentru societățile de asigurare.

-taxarea sistemului financiar va antrena o creștere a costurilor produselor de economisire pe termen lung, oferite de fondurile de pensii și fondurile de investiții, care, în realitate, vor fi suportate de consumatorii finali, sub forma diminuării rentabilității investiției, și nu de instituțiile financiare. Potrivit unui scenariu de bază, costul mediu indus de TTF asupra tranzacțiilor efectuate de money market funds este de 15 basis points pentru fondurile de tip equity, 20 basis points pentru fondurile de tip bonds, 18 basis points pentru fondurile balanced și 130 basis points pentru money market funds (EFAMA, 2012).

-pe termen lung, povara taxei se va propaga în economie. Costurile de tranzacționare mai ridicate vor majora costul atragerii capitalului, încetinind activitatea investițională. Un stoc de capital mai redus va imprima o tendință

de scădere a creșterii economice, a salariilor, de reducere a veniturilor la bugetul de stat, compensând substanțial orice câștig direct adus de introducerea taxei (Rogoff, 2011).

- Wagner, Smith, Rigby (2012) au estimat o creștere directă a costului tranzacțiilor de pe piața valutară de 3 până la 7 ori față de nivelul inițial, și de până la 18 ori pentru cel mai lichid segment al pieței (contractele swap pe valută, cu maturitate mai mică de o săptămână). Totodată, efectul de relocare a volumelor tranzacționate va antrena costuri indirecte de tranzacționare (spreaduri bid/ask mai mari) de până la 110%.

- o altă ipoteză este cea a externalizării poverii TTF din statele de origine. Având în vedere aplicarea principiului rezidenței, costurile de intermediere financiară ar putea fi influențate în special pe canalul costului capitalului și cel al împrumuturilor de la banca-mamă. Însă, în măsura în care este afectată poziția financiară a filialei, apare nevoia de recapitalizare, iar acționarii trebuie să injecteze capital nou. Iar alternativa față de conformarea la solicitarea de recapitalizare nu este atractivă, în condițiile noilor prerogative ale autorității de supraveghere care prevăd posibilitatea utilizării instrumentului bancă-punte în cadrul măsurilor de stabilizare. Astfel, **eventuala externalizare a costurilor dinspre banca-mamă către filială nu va produce efectele scontate**, mai ales în situația în care componentele critice ale intermedierii financiare ale acesteia din urmă ar putea deveni subiectul unei intervenții din partea autorităților competente pentru prevenirea declanșării unor evenimente sistemice la nivelul sectorului bancar.

1.4.4 Adresarea cauzelor crizei financiare internaționale

Evaluarea oportunității implementării TTF, prin prisma efectelor de atenuare a factorilor declanșatori ai crizei financiare este neconcludentă. Portofoliile de credite de calitate îndoielnică și produsele financiare structurate create pe baza acestora nu reprezintă punctul central al crizei financiare actuale. Declanșarea acesteia a fost catalizată de coexistența unui cumul de factori, deopotrivă tradiționali, comuni episoadelor de criză din trecut (expansiune rapidă a creditării, lichiditate abundentă pe piețele financiare, primă de risc redusă, creșterea prețurilor activelor reale, anticipări nerealiste și optimism nejustificat referitor la perspectivele de expansiune economică, deficiențe ale cadrului de reglementare și supraveghere), dar și factori noi, specifici contextului actual de globalizare și inovare în plan financiar (crearea unor produse financiare sofisticate, nereglementate; securitizarea; atribuirea unor ratinguri incorect fundamentate, ce au distorsionat percepția investitorilor privind riscul asumat; determinarea cerințelor minime de capital într-un mod static, prin aplicarea mecanică a reglementărilor; deficiențe în configurarea modelelor interne de risc ale instituțiilor financiare; amplificarea naturii transfrontaliere a activității

bancare). Darvas, Weizsäcker (2011) atrag atenția că, atunci când reglementarea sistemului financiar este permisivă cu procesul de creare de inovații financiare, introducerea obligativității de a plăti o taxă, chiar și infimă, va genera tentația de a exploata orice breșă a reglementărilor în vigoare.

Susținătorii TTF fac referire la faptul că:

- "*…investițiile eronate nu reprezintă întreaga poveste a crizei financiare. Ce a transformat aceste investiții eronate într-o catastrofă a fost dependența excesivă a sistemului financiar de fondurile pe termen scurt...TTF ar descuraja-o*" (Krugman, 2009);

- "*TTF face operațiunile speculative din ce în ce mai costisitoare, pe măsură ce frecvența acestora se mărește, iar tranzacțiile nedorite cu derivative vor înregistra o temperare semnificativă*" (Schulmeister, 2010).

- existența unei TTF ar impune o taxare a fiecărei etape din procesul de creare a produselor structurate (mortgage-backed securities, collateralised debt obligations, CDOs squared, CDOs cubed etc.), dar și a oricărei tranzacționări ulterioare. Cu alte cuvinte, cu cât o instituție financiară construiește și tranzacționează mai multe produse structurate, cu atât va fi mai mare povara fiscală pe care o va suporta. În plus, TTF are potențialul de a limita permanent atractivitatea tranzacțiilor speculative cu derivate (short selling, credit default swaps). Un alt efect pozitiv al TTF se va manifesta asupra tranzacțiilor efectuate exclusiv pentru scopuri prevăzute de legislația financiar-bancară. Este cazul acordurilor repo, care au devenit instrumentul ideal pentru a scoate din bilanțul unei instituții financiare, pe termen scurt, anumite tipuri de active financiare. De aceste vânzări reversibile profită în special acele instituții care au bilanțuri mari, dar o bază de capital insuficientă (Schäfer, 2012).

- Persaud (2012) pledează în favoarea rolului pe care l-ar putea avea TTF în diminuarea riscului de manifestare a crizelor, dar nu ca măsură singulară, ci în corelație cu politici macroeconomice prudente și o reglementare și supraveghere financiară eficientă. Este avansat un raționament de natură intuitivă potrivit căruia, în ipoteza că TTF va contribui la reducerea probabilității de apariție a crizelor cu 5% iar costul pe termen lung al comprimării PIB ca urmare a crizei ar fi de 7%, atunci impactul pozitiv al TTF asupra nivelului PIB, în cazul în care o astfel de criză ar putea fi evitată s-ar ridica la +0,35% din PIB.

- caracterul interconectat dintre reglementări și taxarea activităților financiare a fost semnalat și de Masciandaro, Passarelli (2012). În contextul recentei crize financiare, s-a creat percepția că atât reglementarea cât și taxarea sectorului financiar pot reprezenta instrumente menite să atenueze riscul sistemic, ca sursă a instabilității financiare. În opinia acestora, fiecare contract financiar poate fi caracterizat printr-un anumit nivel de toxicitate, producând, deci, o anumită

cantitate (uneori infimă) de poluare sub forma riscului sistemic. În consecință, aceștia sunt de părere că reglementarea va fi preferată taxării suplimentare atunci când toxicitatea portofoliilor este eterogenă. Dacă accentul este pus pe reglementări, majoritatea costurilor vor fi suportate de cei care generează niveluri ridicate ale riscului; dacă este adoptată taxarea, atunci povara acesteia va fi distribuită mai uniform în cadrul populației.

Tabelul 5 - Argumente pro și contra capacității TTF de a atenua factorii declanșatori ai crizei financiare internaționale

Argumente **în favoarea** TTF	Argumente **împotriva** TTF
• limitează substanțial tranzacțiile cu derivate	• nu este orientată către principalele surse de instabilitate financiară
• majorează costul operațiunilor speculative	• afirmația potrivit căreia perceperea TTF va contribui la reducerea probabilității de apariție a crizelor financiare nu este susținută de nicio evidență de ordin empiric
• taxează fiecare etapă din procesul de creare a produselor structurate	

Criticii TTF menționează că modul în care aceasta ar putea trata cauzele crizei financiare este îndoielnic:

- FMI (2010) a notat într-un raport adresat țărilor G-20 că TTF nu este orientată către principalele surse de instabilitate financiară: dimensiunea instituțiilor financiare, caracterul interconectat al activității desfășurate și substituibilitatea produselor financiare. Deși, în teorie, considerațiile privind potențialul TTF de a atenua sursele de risc sistemic par pertinente, în practică se poate dovedi un proces extrem de complex.

- un raport OECD (Schich, Kim 2010) propune, pentru soluționarea efectelor vulnerabilităților de tip sistemic, introducerea unor mecanisme *ex post*, ce pot fi clasificate în două mari categorii: taxe al căror principal obiectiv este acela de generare de venituri (engl. revenue raising), respectiv taxe cu rol preponderent corectiv (engl. corrective). Dacă scopul impozitării este acela de a genera încasări la bugetul de stat, alegerea tipului de taxă ce se dorește a fi introdusă este determinată, prioritar, de potențialul de generare de venituri, și nu de impactul asupra eficienței pieței. Dezavantajul acestui tip de mecanism este că, dacă nu poate face distincția între entitățile a căror activitate a catalizat declanșarea crizei și cele care au supraviețuit crizei întrucât au optat pentru un model de bussines puțin riscant, are tendința de a le penaliza și pe cele din urmă. În cazul taxelor de

tip corectiv, obiectivul primar este acela de remediere a diferitelor forme de eșec al pieţelor, ce se pot constitui în cauze ale unui episod de criză financiară, și în subsidiar de majorare a încasărilor.

- există opinii potrivit cărora TTF afectează în special activitatea operatorilor intra-day (în special fondurile de risc), care nu se consideră responsabili pentru înghețarea creditării și nu au beneficiat de pe urma sprijinului guvernamental. *"Criza financiară a fost declanșată de calitatea slabă a procesului de creditare" (David Beddington, Letters Page, Financial Times).*

- TTF nu poate remedia niciuna dintre cauzele cunoscute ale recentei crize financiare, cum ar fi supraîndatorarea și lichiditatea insuficientă. Introducerea altui tip de taxe asupra sectorului financiar ar fi mult mai indicată pentru atingerea acestui deziderat, din cel puțin trei motive: pentru a recupera parțial costurile induse de actuala criză, pentru a compensa garanțiile implicite de salvare de care beneficiază anumite bănci (în baza principiilor too-big-to-fail, too-interconnected-to-fail sau too-many-to-fail), dar și pentru a corecta comportamentul riscant ce a catalizat actuala criză (Vella, 2012).

1.4.5 Fezabilitatea tehnică

Până în prezent, câteva mari centre financiare au introdus diverse forme de taxare a sectorului financiar, cel mai frecvent îmbrăcând forma unor taxe pe tranzacțiile cu titluri de valoare derulate pe pieţele secundare. Sunt însă inițiative adoptate la nivel național, caracterizate printr-un grad ridicat de eterogenitate în ceea ce privește baza de impunere, cota de taxare, natura contribuabililor. Fezabilitatea acestor taxe este pusă sub semnul întrebării, întrucât, în absența unei abordări armonizate și cuprinzătoare, nu se poate eluda fenomenul migrării transfrontaliere a tranzacțiilor și nici nu se poate limita caracterul substituibil al activelor financiare. Schmidt (2010) distinge două forme ale fezabilității TTF: ***fezabilitatea tehnică*** (engl. technical feasibility), care se referă la mecanismul concret de colectare a taxei, la posibilitățile de evitare a evaziunii fiscale, respectiv ***fezabilitatea arhitecturală*** (engl. design feasibility) în sfera căreia intră aspecte ce țin de aplicarea taxei: tipologia instrumentelor, a pieţelor financiare și zonele geografice acoperite, baza de impozitare, nivelul cotelor taxei.

Fezabilitatea arhitecturală presupune ajungerea de către statele membre la un consens privind o serie de aspecte cheie ale procesului de implementare efectivă:

a) domeniul de aplicare al TTF

Potrivit propunerii de Directivă a CE, taxa va fi percepută tranzacțiilor de pe pieţele organizate, cum ar fi pieţele reglementate sau sistemele alternative de tranzacționare și tranzacțiilor extrabursiere (pieţele OTC), ce au la bază

instrumente care sunt negociabile pe piața de capital (acțiuni, obligațiuni) și instrumente de pe piața monetară (cu excepția instrumentelor de plată), precum și participații sau acțiuni la organismele de plasament colectiv (care includ OPCVM și fondurile de investiții alternative) și contracte pe instrumente derivate. Trebuie precizat că, potrivit capitolului 1, articolul 1, alin. 4, pct. a din propunerea de Directivă, tranzacțiile reprezentate de emiterea și răscumpărarea de acțiuni sau titluri de participare ale organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare sunt impozabile atât pe piața primară, cât și pe piața secundară. În ceea ce privește contractele pe instrumente financiare derivate, dacă rezultatul acestora este de furnizare de instrumente financiare, vor face obiectul impozitării atât contractul pe instrumentele financiare derivate, cât și furnizarea de instrumente financiare. Ca derogări de la enunțul anterior, tranzacțiile de schimb valutar cu decontare la vedere (spot) nu sunt considerate tranzacții impozabile, în timp ce contractele cu instrumente derivate pe valută intră sub incidența TTF. Contractele cu instrumente derivate referitoare la mărfuri fac obiectul impozitării, dar nu și tranzacțiile fizice cu mărfuri.

În categoria tranzacțiilor financiare impozabile se includ și tranzacțiile reprezentate de achiziția/vânzarea sau transferul de produse structurate (obligațiuni, warrante și certificate, securitizări bancare, securitizări din asigurări).

Dacă instrumentele financiare, a căror cumpărare sau vânzare este impozabilă, fac obiectul unui transfer între entitățile unui grup, acest transfer va fi impozabil chiar dacă nu este vorba despre o cumpărare sau o vânzare.

Sunt exceptate din domeniul de aplicare a taxei pe tranzacțiile financiare:

- tranzacțiile cu titluri de valoare (acțiuni, obligațiuni) de pe piețele primare (emisiunea, acordarea, subscrierea acestora);
- tranzacțiile cu valută pe piețele la vedere (spot);
- activitățile de dare și luare cu împrumut ale gospodăriilor individuale, societăților și instituțiilor financiare, precum și alte activități financiare tradiționale, precum încheierea contractelor de asigurare, contractarea creditelor ipotecare, creditelor de consum, serviciilor de plată;
- tranzacțiile financiare derulate cu Banca Centrală Europeană și cu băncile centrale ale statelor membre, pentru ca directiva să nu afecteze posibilitățile de refinanțare ale instituțiilor financiare sau instrumentele de politică monetară;
- tranzacțiile cu Uniunea Europeană, Comunitatea Europeană a Energiei Atomice, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiții și cu organismele instituite de Uniunea Europeană sau de Comunitatea Europeană a Energiei Atomice;

- tranzacțiile cu organizații sau structuri internaționale recunoscute ca atare de autoritățile publice din statul gazdă, în limitele și în condițiile stabilite prin convențiile internaționale de instituire a respectivelor organisme sau prin acordurile de sediu.

a) contribuabilii sunt instituțiile financiare care operează în calitate de părți la o tranzacție financiară (în cont propriu sau în contul altor persoane), care acționează în numele unei părți la tranzacție sau care derulează tranzacția prin contul lor. În situația în care o instituție financiară acționează în contul alteia, numai aceasta din urmă are obligația de plată a TTF. Totodată, se instituie obligativitatea răspunderii solidare a părților la tranzacție pentru plata TTF, în cazul în care contrapartida nu își onorează obligația în termenul stabilit. Această prevedere este valabilă și în situația în care una dintre părțile contractuale nu este instituție financiară (companii, clientela nefinanciară). Exemplele de contribuabili enunțate de textul Directivei sunt: societățile de administrare a investițiilor, piețele organizate, instituțiile de credit, societățile de asigurare și reasigurare, organismele de plasament colectiv și administratorii lor, fondurile de pensii și administratorii lor, holdingurile, societățile de leasing financiar, vehiculele investiționale, precum si instituțiile financiare și alte persoane care desfășoară anumite activități financiare pe o bază semnificativă.

b) valoarea impozabilă este definită de propunerea de Directivă ca fiind:

- tot ceea ce constituie contraprestație plătită sau datorată, în schimbul transferului, în cazul altor tranzacții financiare în afara celor legate de instrumentele financiare derivate;

- valoarea nețională a contractelor pentru achiziția/vânzarea, transferul, încheierea și modificarea contractelor pe instrumente derivate. Criticii adoptării TTF susțin că aplicarea cotei de impozitare la valoarea nețională este excesivă, întrucât aceasta este doar o valoare de referință, ce nu face obiectul unor schimburi ulterioare. Se anticipează că nu doar tranzacțiile speculative cu maturități mici vor fi descurajate, ci și operațiunile de acoperire a riscurilor (hedging).

c) exigibilitatea taxei

Momentul exigibilității TTF nu trebuie să fie întârziat în mod nejustificat și trebuie să coincidă cu momentul în care are loc tranzacția financiară (data achiziției/vânzării de instrumente financiare; data luării sau dării cu împrumut a unor instrumente financiare; semnarea sau modificarea unui contract pe instrumente derivate). Parlamentul European, prin proiectul de raport din 10 febr. 2012, a introdus amendamentul nr. 9 în baza căruia, în vederea reducerii riscului de evaziune, TTF ar trebui să includă un mecanism care să asigure că, în cazul în care taxa nu este plătită, contractele de vânzare sau de cumpărare a unui instrument financiar sunt declarate nule de drept. Conform acestui mecanism,

un instrument financiar care nu a fost taxat nu ar fi eligibil pentru compensarea centrală, fapt care l-ar costa pe evazionist de câteva ori mai mult decât taxa însăși.

d) aplicarea teritorială a taxei (principiul reședinței și cel al emiterii)

În ceea ce privește posibilitățile concrete de implementare a TTF, directiva CE are în vedere o abordare armonizată a TTF la nivelul întregii UE, pentru a preveni riscul de relocare a activităților financiare (direcționarea activităților de prestare de servicii financiare către centrele financiare din afara UE) și de ieșire a capitalurilor private (investitorii vor prefera să investească în companii nerezidente UE pentru a se sustrage plății taxei) ale căror efecte implicite vor consta în distorsionarea concurenței.

Tabelul 6 - Schema simplificată a mecanismului de taxare prin TTF

Părți contractuale	**Instituție financiară rezidentă UE (țara membră B)**	**Clientela nefinanciară rezidentă UE (țara membră B)**	**Instituție financiară nerezidentă UE**	**Clientela nefinanciară nerezidentă UE**
Instituție financiară rezidentă UE (țara membră A)	*Taxă colectată în țara B* / *Taxă colectată în țara A*	- / *Taxă colectată în țara A*	Taxă colectată în țara A / *Taxă colectată în țara A*	- / *Taxă colectată în țara A*
Clientela nefinanciară rezidentă UE (țara membră A)	*Taxă colectată în țara B* / -	- / -	Taxă colectată în țara A / -	- / -
Instituție financiară nerezidentă UE	*Taxă colectată în țara B* / Taxă colectată în țara B	- / Taxă colectată în țara B	- / -	- / -
Clientela nefinanciară nerezidentă UE	*Taxă colectată în țara B* / -	- / -	- / -	- / -

Sursa: prelucrare după http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/ financial_sector/ftt_proposal_en.pdf

Legendă: *Taxă colectată în țara A sau B* desemnează contravaloarea taxei ce este plătită de contrapartida rezidentă UE / Taxă colectată în țara A sau B desemnează contravaloarea taxei ce este plătită de contrapartida nerezidentă UE

Pornind de la sinteza ilustrată în tabelul 6, am analizat impactul introducerii TTF asupra instituțiilor financiare, sectoarelor retail și corporate, rezidente și nerezidente în UE, în contextul prevederilor Directivei 2008/7/CE din 30 septembrie 2011, al amendamentelor aduse de Proiectul de Raport al Parlamentului European din 10.02.2012 și al avizului consultativ adoptat de Parlamentul European în 23 mai 2012. Potrivit principiului reședinței, impozitarea tranzacțiilor financiare ce au la bază atât instrumente financiare emise în UE, cât și în afara UE, se va realiza în statul membru pe teritoriul căruia se află sediul instituțiilor financiare ce sunt parte la tranzacție. Astfel, o tranzacție încheiată între o instituție financiară cu sediul în țara membră A și o alta cu sediul în țara membră B va genera plata TTF în ambele țări, în conformitate cu cotele de impozitare adoptate de fiecare țară în parte.

Dacă tranzacția se încheie între o instituție financiară cu sediul într-o țară membră UE și o instituție financiară dintr-o țară terță (din afara UE), tranzacția va fi impozabilă în statul membru respectiv, iar taxa va fi plătită de ambele instituții. Dacă tranzacția se efectuează între două instituții financiare ale căror sedii sunt localizate pe teritoriul unei țări din afara UE, nu va fi supusă plății TTF. Trebuie menționat că Parlamentul European (proiectul de raport din 10 febr. 2012) a adus amendamentul nr. 6, potrivit căruia o combinație între principiul reședinței și cel al emiterii (tranzacția are la bază un instrument financiar emis de către entități juridice care sunt înregistrate pe teritoriul Uniunii Europene) ar oferi certitudinea că TTF ar acoperi toate tranzacțiile și toți actorii implicați. Acest amendament, preluat în avizul consultativ adoptat de Parlamentul European pe 23 mai 2012 are drept consecință faptul că două instituții financiare localizate în afara UE, ce tranzacționează instrumente financiare emise pe teritoriul UE, vor fi obligate la plata TTF.

Referitor la tranzacțiile dintre o instituție financiară cu sediul într-o țară membră UE și companiile/investitorii rezidenți sau nerezidenți UE, acestea se vor impozita doar în țara membră pe teritoriul căreia are sediul instituția financiară, iar taxa va fi plătită doar de aceasta. Dacă părțile la tranzacție sunt reprezentate de o instituție financiară nerezidentă UE și companii/investitori rezidenți într-o țară membră UE, impozitarea se va realiza în țara membră UE iar taxa va fi plătită de instituția financiară. Argumente precum cele de mai jos susțin că implementarea TTF este fezabilă din punct de vedere tehnic:

- "*Deși James Tobin a precizat că propria propunere (taxa Tobin) nu este fezabilă în practică, dezvoltarea tehnologică compensează acest lucru; taxa este mult mai fezabilă astăzi decât acum câteva decade*" (Joseph Stiglitz, 2009).

- Schmidt, Schulmeister și Jetin (2010) afirmă că "e*ste facil din punct de vedere tehnic de colectat taxa prin intermediul burselor de valori...TTF poate fi colectată de către casa centrală la momentul tranzacționării sau automat prin intermediul sistemelor de decontări și plăți*".

- taxa pe tranzacțiile derulate pe piața OTC poate fi colectată fie la punctul de compensare, fie la cel de decontare (Schmidt, 2010).

- Schuberth, Schulmeister (2011) sintetizează cele două posibilități de colectare a TTF: la nivel descentralizat, urmând a fi colectată de la bănci, brokeri dealeri și investitori privați, sau la nivel centralizat, prin intermediul caselor de compensare sau piețelor reglementate. Cea de a doua procedură este mai avantajoasă, întrucât costul administrării taxei este mult mai scăzut și se poate evita evaziunea fiscală.

Prin prisma fezabilității arhitecturale a TTF, s-au conturat următoarele opinii în favoarea introducerii acesteia la nivel global:

- aplicarea TTF la nivel global este considerată o precondiție pentru maximizarea veniturilor generate, întrucât se limitează posibilitatea de evitare a taxei, și pentru crearea unei piețe globale adresată marilor investitori. În acest sens, se propune colectarea TTF din toate marile centre financiare (o derogare de la principiul universalității taxei, ce nu trebuie să acopere neapărat 100% din jurisdicții) și instituirea de sancțiuni pentru acelea care refuză introducerea TTF (Advisory Group on Finance 2010).

- Yeandle M. (2012) a elaborat un raport asupra competitivității a 77 mari centre financiare, ierarhizarea realizându-se pe baza unui indice al centrelor financiare (engl. Global Financial Centres Index). Acest barometru este fundamentat pe două surse distincte de informații: indici externi și chestionare completate de profesioniști ai serviciilor financiare. La întrebarea "cum ar afecta introducerea unei TTF competitivitatea centrului financiar de care aparțineți?" 73% dintre respondenți au preconizat un declin al competitivității, 18% au anticipat că efectul va fi redus sau chiar nul, iar 8% s-au pronunțat în favoarea îmbunătățirii gradului de competiție. Semnalul dat de autor, pe baza centralizării răspunsurilor, este acela al deteriorării climatului concurențial, în cazul în care taxa nu va fi introdusă în toate centrele financiare.

- din experiența reală a altor țări (Anglia este exemplul cel mai elocvent), implementarea unilaterală a TTF a fost o operațiune de succes, fapt ce demonstrează că o taxă nu trebuie să fie neapărat adoptată la nivel global pentru a produce efecte, ci să fie bine gândită și structurată (Hillman, Ashford 2012).

- European Association of Co-operative Banks (EACB, 2012) avertizează că, în cazul în care taxa nu va fi aplicată la nivel global, vor fi stimulate inițiativele de delocalizare a tranzacțiilor financiare către alte centre financiare ce nu dispun de

reglementări în acest sens. La nivelul UE, dacă taxa nu va fi introdusă armonizat, rezultatul va fi un sistem financiar european pe două niveluri (engl. two-tier financial sector).

Tabelul 7 – Argumente pro și contra fezabilității TTF

Argumente **în favoarea** TTF	Argumente **împotriva** TTF
• colectarea ușoară a taxei de pe piețele reglementate	• colectarea taxei de pe piețele OTC este dificil de gestionat
• aplicarea globală a TTF este o precondiție pentru maximizarea veniturilor generate	• risc de relocare a activităților financiare
	• risc de ieșire a capitalurilor private
	• aplicarea unilaterală a TTF deteriorează climatul concurențial

Argumentele care susțin că implementarea TTF, atât din punct de vedere tehnic, cât și arhitectural, este problematică se referă, în principal, la faptul că setul de instrumente financiare care să facă obiectul taxării este dificil de selectat, iar o parte importantă a pieței financiare ar putea migra către paradisurile fiscale:

- principalul dezavantaj al colectării taxei aferentă tranzacțiilor bursiere este dat de riscul migrării către tranzacțiile bilaterale sau către bursele ce nu aplică TTF (Schuberth, Schulmeister 2011).

- colectarea centralizată a TTF de pe piața OTC este mai dificil de gestionat, datorită structurii descentralizate, lipsite de transparență și puțin reglementate. Astfel, serviciile de decontare pentru titlurile de valoare tranzacționate bilateral sunt oferite de depozitarii centrali (engl. CSD – central security depository). Funcția de compensare este asigurată de platformele caselor centrale (engl. CCP – central counterparty platform). În practică, recurgerea la agenții de compensare sau decontare poate fi evitată atunci când două părți contractuale acceptă să schimbe titluri de valoare contra monedă și utilizează aceeași bancă drept custode (Schuberth, Schulmeister 2011).

- pentru tranzacțiile de pe piața valutară, plățile au loc preponderent prin intermediul mecanismelor tradiționale (bănci corespondente, bilateral netting) și mai puțin prin mecanismul CLS – continuous linked settlement, fapt pentru care colectarea TTF prin intermediul CLS poate determina migrarea către alte sisteme de plăți ce nu practică această formă de impozitare (Schuberth, Schulmeister 2011).

- stabilirea unui domeniu de aplicare limitat al TTF nu concordă cu principiul neutralității fiscale deoarece ar penaliza tranzacțiile cu anumite produse financiare, cu efecte adverse asupra concurenței (Algirdas, 2012). În aceleași timp, proiectul TTF are o bază de impozitare extrem de mobilă, fapt pentru care, indiferent de sfera de cuprindere a taxei, instituirea acesteia asupra tranzacțiilor financiare din UE va genera migrarea tranzacțiilor către centrele financiare din SUA sau Asia, cu efecte adverse semnificative asupra contribuției sectorului financiar la formarea PIB-ului și asupra competitivității economice (Sanandaji 2012).

- nivelul taxei (cota de impozitare) trebuie să fie stabilit uniform în cadrul diferitelor clase de instrumente financiare, dar și între piețele financiare, în caz contrar s-ar crea stimulente de transfer al activităților financiare către centre financiare ce practică un nivel mai redus al taxei (Schmidt, 2010). Trebuie precizat că în textul propunerii de Directivă statelor membre UE li se oferă posibilitatea de a-și stabili cote de impozitare proprii, al căror nivel nu poate scădea, însă, sub cel stabilit în propunere: 0,1% pentru tranzacțiile cu obligațiuni și acțiuni, respectiv 0,01% pentru tranzacțiile cu instrumente derivate.

- Eichengreen (2012) propune un raționament simplu și practic: dacă Franța va adopta taxa în mod unilateral, tranzacțiile cu titluri de valoare și derivate vor migra imediat către Frankfurt; dacă TTF se va aplica doar în zona euro, tranzacțiile vor migra către Londra; dacă va fi introdusă armonizat, în toate țările membre UE, tranzacțiile vor migra către New York și Singapore. Consecința este imediată: dacă obiectivul urmărit de CE este acela de a majora veniturile, introducerea TTF este instrumentul greșit.

- în cazul adoptării TTF doar la nivelul UE sau al zonei euro, companiile de asset management vor evita impozitarea, prin îndreptarea către jurisdicțiile ce nu aplică TTF, operațiune favorizată de: listarea multor companii atât pe piețele financiare din UE, cât și din SUA și/sau Asia și mobilitatea relativă a fondurilor de investiții care le permite lichidarea sau relocarea în țările non-UE. Din perspectiva investitorilor, aceștia au două posibilități: fie investesc în fonduri nerezidente UE, fie optează pentru mandate discreționare de administrare a investițiilor încheiate cu manageri ai companiilor de asset management din UE (EFAMA, 2011).

- având drept punct de pornire două premise ale TTF, și anume aplicarea unitară de către toți operatorii UE, respectiv efectul nul al inovării financiare asupra taxei, Knight (2010) susține că, în primul caz, operatorii vor migra către țările ce nu aplică această taxă, iar în al doilea caz se vor dezvolta noi instrumente în scopul evitării plății taxei.

Capitolul II. Obiectivele Comisiei Europene privind taxarea tranzacțiilor financiare și situația intermedierii financiare în România

Partea a doua a cercetării urmărește evaluarea expunerii de motive care însoțește propunerea de directivă a CE privind taxarea tranzacțiilor financiare prin prisma caracteristicilor interacțiunii dintre sistemul financiar, bugetul public și economia reală în România. Obiectivul operațional al acestei secțiuni îl reprezintă **aprecierea gradului în care activitatea sistemului bancar românesc**, atât în perioada premergătoare crizei financiare internaționale, cât și după declanșarea acesteia, **poate justifica cele trei dimensiuni ale taxării propuse**, respectiv: (1) asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE (taxare reparatorie); (2) creșterea eficienței și stabilității piețelor financiare (taxare corectivă); (3) armonizarea taxării sectorului financiar în spațiul european (taxare armonizată).

2.1 Asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE

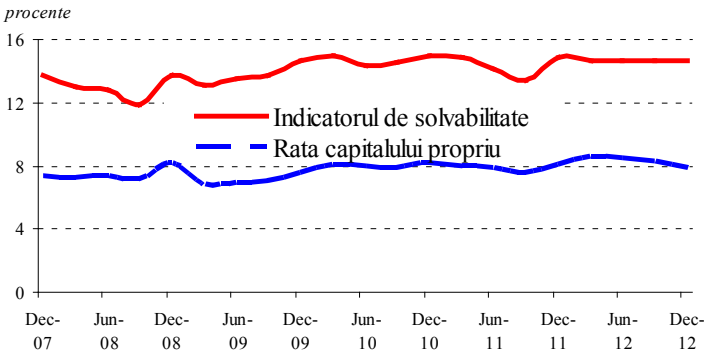
Obiectivul privind asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE are la bază, în primul rând, acoperirea costurilor intervențiilor efectuate din fonduri publice în contextul crizei financiare[6]. În acest sens, se pune accentul pe recuperarea costurilor fiscale asociate salvării grupurilor bancare considerate critice pentru asigurarea stabilității financiare.

România nu a folosit fonduri publice pentru salvarea sistemului financiar. Acesta din urmă s-a menținut stabil (a se vedea graficul 1) în pofida crizei economice interne și a turbulențelor financiare din zona euro, principalul furnizor al bazei de capital al instituțiilor de credit din țara noastră.

Nu au existat falimente bancare și nici situații de urgență care să necesite intervenția autorităților de supraveghere, acționarii răspunzând prompt la solicitările preventive ale nevoii de recapitalizare. Totodată, acțiuni întreprinse de autorități publice precum cele din Austria și Franța au diminuat îngrijorările privind disponibilizarea de lichiditate către filialele din România ale băncilor mamă, iar Banca Națională a României a diminuat treptat nivelul ratei rezervelor minime obligatorii pentru resursele denominate în monedă națională. Nivelul

[6] Totodată, este invocată necesitatea unei contribuții mai ridicate a sectorului financiar la bugetul public cunoscând faptul că acesta este exceptat de la aplicarea TVA, ceea ce este apreciat drept o subtaxare a acestuia.

Graficul 1 – Evoluția solvabilității bancare



Sursa datelor: BNR

plafonului de garantare a depozitelor bancare a crescut în linie cu evoluția europeană, iar autoritatea monetară a intervenit pe piața valutară pentru contracararea unor presiuni speculative la adresa leului. Totodată, deși nu a fost nevoită să aplice măsuri de ultimă instanță pentru menținerea stabilității financiare, Banca Națională a României a continuat procesul de întărire a dispozitivului de siguranță a sistemului bancar, inclusiv prin crearea condițiilor necesare pentru implementarea principiului ieșirii ordonate din piață a oricărei instituții bancare neviabile, indiferent de tipul sau dimensiunea acesteia.

Dispozitivul de siguranță a sistemului bancar este format dintr-o suită de mecanisme care au rolul de a compensa ineficiența informațională a diferitelor componente din piața bancară, manifestată cu preponderență în perioadele de incertitudine ridicată. Reacții disproporționate în raport cu fundamentele economice și replieri dezordonate ale deponenților, dar și ale altor categorii de creditori ai instituțiilor bancare, pot degenera în spirale vicioase ale riscului de credit și în blocaje financiare. Din această perspectivă, dispozitivul de siguranță a sistemului bancar urmărește inhibarea eventualelor comportamente perturbatoare ale participanților pe piață, care deși pot părea raționale din perspectivă individuală, au consecințe puternic nefavorabile asupra stabilității financiare, precum evitarea finanțării unei bănci solvabile, dar considerată nelichidă, retragerea masivă de depozite sau grăbirea procedurilor de lichidare a unor bănci-problemă, care pot conduce la acțiuni dezordonate și suboptimale din perspectiva modului în care sistemul bancar își îndeplinește funcțiile (BNR, 2010).

Una dintre direcțiile principale de acțiune, asumată de autoritățile române la scurt timp după declanșarea crizei internaționale și convenită cu partenerii externi (Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și Banca Mondială) în cadrul

aranjamentului financiar multilateral preventiv, a urmărit întărirea mecanismelor de stabilizare aflate la dispoziția BNR. Rolul acestora este acela de a facilita prevenirea efectelor de contagiune și de a soluționa amenințările provenind din deteriorarea situației entităților supravegheate sau a grupurilor din care acestea fac parte, în condițiile în care principala vulnerabilitate a sectorului bancar românesc a fost indusă de factori exogeni acestuia. Principalele instrumente de soluționare a situației băncilor aflate în dificultate dezvoltate în acest context au fost: (i) vânzarea administrativă de active ale unei instituții de credit-problemă, cu asumarea unei părți a pasivelor acesteia de către una sau mai multe instituții eligibile și (ii) transferul activelor și pasivelor critice pentru stabilitatea financiară ale unei instituții de credit-problemă către o bancă-punte (BNR 2011). Banca-punte este un instrument foarte puternic legiferat la începutul acestui an, prin care BNR poate interveni decisiv pentru menținerea încrederii în sistemul bancar, făcând posibilă continuarea activității unei bănci cu mari probleme așa încât clienții să nu fie afectați, nici persoanele fizice și – poate chiar mai important – nici firmele, care ar putea risca falimentul în cazul colapsului unei bănci.

Totodată, au fost întărite condițiile pentru implementarea principiului utilizării resurselor private în procesul de soluționare a situației băncilor-problemă, prin intrarea în fază operațională, sub administrarea FGDB, a Fondului de restructurare bancară. În luna iunie 2011 s-au înregistrat primele intrări de fonduri bănești reprezentând contribuția instituțiilor de credit la această nouă componentă a mecanismului de protecție a sistemului financiar. Această nouă contribuție ia formă de „bank levy" aplicată pasivelor negarantate ale instituțiilor de credit exclusiv pentru scopuri de stabilitate financiară, conform mecanismului operațional agreat în prealabil cu COM/FMI/BM în cadrul negocierilor programului de asistență financiară internațională. Valoarea medie a contribuției anuale a sistemului bancar românesc la Fondul de Restructurare Bancară a fost estimată la 100 mil. lei în intervalul de timp 2011-2014. Capacitatea de intervenție a FGDB fusese în prealabil extinsă în anul 2010 prin majorarea cotei de contribuție pentru garantarea depozitelor de la 0,2% la 0,3%, ceea ce echivalează cu o sumă suplimentară acumulată de aproximativ 150 mil. lei. Astfel, **contribuția suplimentară a sistemului bancar românesc la acumularea fondurilor necesare aplicării unor eventuale măsuri de stabilizare se ridică la aproximativ 250 mil. de lei anual**. În noul cadrul operațional, implicarea resurselor publice se poate realiza numai sub formă de împrumut acordat de Ministerul Finanțelor Publice către FGDB, condițiile de acordare și rambursare ale împrumutului fiind stabilite prin hotărâre a guvernului. Astfel, folosirea veniturilor bugetare pentru depășirea unor eventuale situații de dificultate în care s-ar putea găsi instituții de credit cu personalitate juridică română reprezintă un scenariu cu **probabilitate nulă de materializare**. Față de cele de mai sus, judecând atât retrospectiv, cât și în perspectivă, **taxarea cu componentă reparatorie nu poate fi justificată**

prin conținut economic, întrucât, așa cum am arătat, nu au fost folosite fonduri publice pentru recapitalizarea instituțiilor de credit, iar noul regim al măsurilor de stabilizare nici nu va permite acest lucru pe viitor.

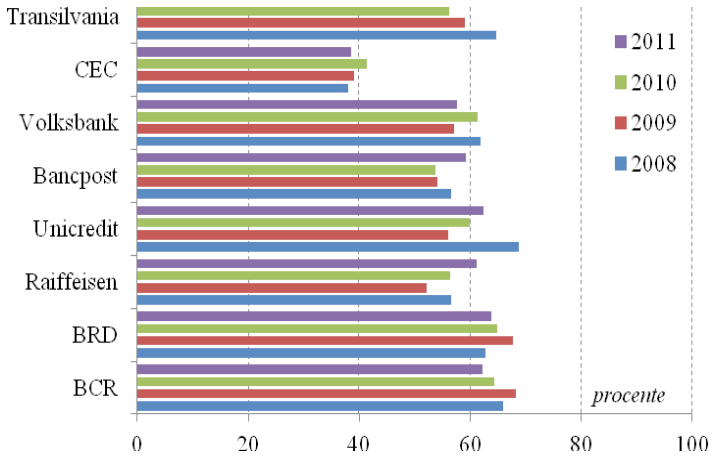
2.2. Creșterea eficienței și stabilității piețelor financiare

Criza financiară internațională a demonstrat că activitățile cu risc ridicat din sectorul financiar ar trebui descurajate, deoarece în unele cazuri, acestea pot provoca deteriorarea situației economiei reale. Acest lucru este valabil îndeosebi în cazul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate care presupun un multiplicator ridicat al îndatorării și o operare automată la frecvență înaltă. Modelul de afaceri al instituțiilor financiare din România, atât în perioada premergătoare crizei financiare internaționale, cât și după declanșarea acesteia, a fost preponderent unul tradițional. Marea majoritate a activelor sistemului bancar sunt formate din credite acordate sectorului privat (a se vedea graficul 2), plasamente la banca centrală și în titluri de stat.

În același timp, portofoliile de tranzacționare au reprezentat în ultimii ani mai puțin de 5 la sută din totalul plasamentelor (a se vedea graficul 3).

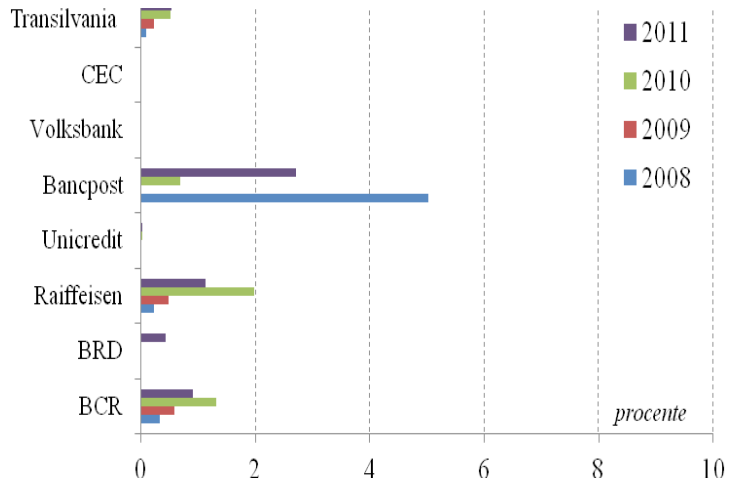
Activele financiare (instrumente de datorie sau de capitaluri proprii) incluse în portofoliile de tranzacționare sunt valorificate prin vânzări și cumpărări frecvente, având drept obiectiv principal obținerea de beneficii din fluctuațiile pe termen scurt înregistrate de prețul acestora. Expunerea redusă față de acest tip de operațiuni este benefică din perspectiva stabilității financiare, poziția de capital a instituțiilor de credit putând fi afectată doar marginal de șocurile pieței de capital.

Graficul 2 Ponderea creditelor acordate clientelei nefinanciare în total activ



Sursa datelor: situațiile financiare ale băncilor

Graficul 3. Ponderea activelor deținute pentru tranzacționare în total activ



Sursa datelor: situațiile financiare ale băncilor

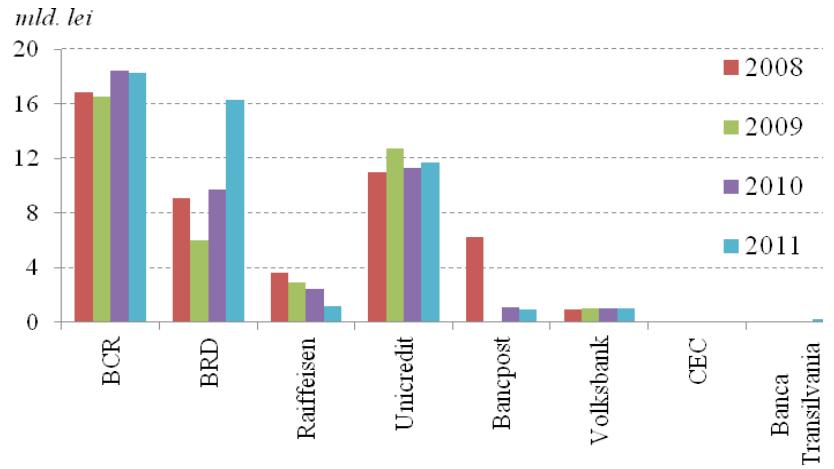
Până în prezent, instituțiile financiare din România nu au recurs la operațiuni de securitizare[7], și, implicit, nu au emis produse financiare structurate de tipul *mortgage backed securities* (MBS), *asset backed securities* (ABS) sau *collateralized debt obligations* (CDOs). Potențialul de dezvoltare a acestor activități în viitorul apropiat este, de asemenea, insignifiant, având în vedere cererea slabă pe piața creditului și nivelul redus de financializare a economiei românești. În plus, instituțiile de credit din România nu au deținut în portofoliu titluri rezultate din securitizarea pachetelor de credite subprime (Isărescu 2008), fapt care a permis limitarea efectelor primelor două stadii ale crizei financiare la cheltuieli suplimentare cu dobânzile, ocazionate de costul sporit al resurselor externe, pe fondul generalizării percepției creditorilor externi potrivit căreia riscul finanțării piețelor emergente este în creștere vertiginoasă. Totodată, operațiunile cu instrumente financiare derivate complexe reprezintă o prezență rară în practica instituțiilor financiare din România. Pentru a evalua amploarea acestui tip de operațiuni, am considerat același eșantion reprezentativ de instituții de credit (BCR, BRD, Banca Transilvania, Raiffeisen, Unicredit, Volksbank, Bancpost, CEC), a căror cotă de piață însumează aproximativ 70 la sută din activul net bilanțier al sistemului bancar la 31 decembrie 2011, conform datelor disponibile în Raportul Anual al BNR pe anul 2011. Trebuie precizat, totodată, că, pe baza

[7] Activul financiar aflat preponderent la originea procesului de securitizare este reprezentat de creditele ipotecare rezidențiale (engl. residential mortgage). Potrivit datelor furnizate de European Mortgage Federation, la nivelul anului 2010 ponderea creditelor ipotecare rezidențiale în PIB se situa la valoarea de 5,6% pentru România (pe ultimul loc între țările membre UE), comparativ cu media țărilor membre UE de 52,4%.

informațiilor furnizate de situațiile financiare anuale, majoritatea băncilor evidențiază o pondere nesemnificativă a acestui tip de operațiuni în totalul tranzacțiilor desfășurate. În plus, nivelul valorii noționale cumulate a contractelor încheiate de băncile din eșantion, atât pentru scopuri de acoperire a riscurilor, cât și pentru tranzacționare, s-a menținut relativ constant în perioada analizată, cu excepția unei singure instituții de credit (a se vedea graficul 4).

Privind diferențiat, în funcție de scopul contractării acestui tip de instrumente financiare, se observă că, la sfârșitul anului 2011, instrumentele derivate deținute în scopul tranzacționării cumulau o valoare nominală totală de 34,6 mld. lei, comparativ cu cea înregistrată de derivatele deținute pentru acoperire, de 13,6 mld. lei. Raportându-ne la dinamica operațiunilor cu derivate aferentă anului 2010, observăm că valoarea nominală a derivatelor de acoperire s-a comprimat în 2011 față de 2010 cu 10,45%, în timp ce valoarea nominală a derivatelor deținute în scopul tranzacționării s-a majorat cu 20,04% față de același an de referință.

Graficul 4. Dinamica valorii noționale



Sursa datelor: situațiile financiare ale băncilor

Dintre instrumentele derivate deținute pentru acoperire, contractele swap financiar pe devize dețin o pondere covârșitoare, de aproape 82%, în timp ce utilizarea derivatelor în scopul tranzacționării este mai echilibrată: (a) contractele swap de trezorerie și forward pe curs de schimb dețin 34,15 %; (b) contractele swap pe rata dobânzii 19,13%; (c) swapul financiar pe devize 29,12% respectiv 28,08% pentru opțiuni (calcule efectuate pentru datele disponibile la 31 decembrie 2011). Având în vedere considerațiile anterioare, considerăm că **taxarea cu componentă corectivă** aplicată sistemului bancar românesc ar **dispune**, în baza experienței recente, de o **fundamentare economică nesemnificativă**.

2.3. Armonizarea taxării sistemului financiar

Taxarea tranzacțiilor financiare ar trebui să fie armonizată la nivelul UE, deoarece **politicile naționale necoordonate ar putea dăuna funcționării pieței unice**. Un cadru coordonat la nivelul UE ar evita **fragmentarea națională** și **denaturări ale pieței unice** a UE, precum: *dubla impozitare*, *neimpozitarea*, *efectele cumulative și concurența fiscală dăunătoare*. Aceasta ar genera, totodată, **riscul de relocări** de la o piață financiară la alta. Totodată, **taxarea sectorului financiar trebuie să asigure coerența obiectivelor economice**, precum și **evitarea împovărării sectorului financiar cu costuri excesive** care să genereze distorsiuni sau **care să întârzie reluarea de o manieră sustenabilă a creșterii economice**. Cu toate acestea, unele țări din UE au introdus, deja, în mod unilateral, propriile soluții privind TTF, ca instrument fiscal național. Un exemplu recent este reprezentat de **Belgia,** care a introdus la jumătatea acestui an un pachet legislativ privind *taxarea tranzacțiilor bursiere* și *a instituțiilor de credit* (PWC, 2012b). Taxa pe tranzacțiile bursiere (engl. *tax on stock exchange transactions*) constă în aplicarea unor cote de impozitare diferențiate, în funcție de tipul tranzacției, respectiv: (a) **0,09% pentru tranzacțiile cu instrumente de datorie publică**; (b) **0,25% pentru tranzacțiile cu acțiuni**; (c) **1% pentru achizițiile sau răscumpărările** de acțiuni ale societăților de investiții, care nu oferă drept la dividende ci majorează valoarea deținută de acționari din capitalul propriu (engl. accumulating shares). Aceste valori sunt valabile de la 1.08.2012 până la 31.12.2014.

Taxa anuală asupra instituțiilor de credit (engl. *annual tax on credit institutions*) a fost stabilită la nivelul de **0,05%** și va fi multiplicată cu un factor de ponderare cuprins în intervalul de 60 până la 240%. Baza de referință pentru stabilirea ponderii este reprezentată de raportul dintre valoarea medie anuală a creditelor acordate sectorului non-financiar (companiile non-financiare, populația, organizațiile non-profit) și valoarea totală a sumelor existente în conturile bancare (conturi de economii, de depozit, conturi curente). Dacă valoarea indicatorului menționat mai sus este supraunitară, se aplică ponderea de 60%. O valoare cuprinsă între 0,5 și 1 atrage o pondere de 85%; ponderea se majorează la 160% pentru valori ale indicatorului cuprinse între 0,25 și 0,5. Nivelul maxim al ponderii, de 240%, se aplică atunci când indicatorul ia valori cuprinse între 0 și 0,25. La scurt timp după, **Parlamentul ungar** a adoptat pe 9 iulie 2012 o lege ce prevede introducerea unei taxe pe tranzacțiile financiare. Baza de impunere este reprezentată de: (a) obligațiile de plată specificate de către furnizorii de servicii de plată ce dețin sediul principal sau o sucursală în Ungaria, cota de impozitare fiind de 0,1% și se aplică la suma debitată în contul de plăți al plătitorului sau la valoarea transferului de bani, însă nu mai mult de 6000 de forinți pe tranzacție; (b) valoarea titlurilor emise de către banca centrală a Ungariei cu o maturitate de cel mult două săptămâni și a depozitelor de o zi plasate la banca centrală,

cota de impozitare fiind stabilită la 0,01%. Banca Centrală Europeană (2012) nu agreează modul în care a fost concepută taxa, întrucât afectează independența funcțională și instituțională a băncii centrale a Ungariei.

Argumentele aduse vizează: i) deteriorarea mecanismului de transmisie a politicii monetare; ii) acțiunile băncii centrale trebuie să fie subordonate unei politici monetare prudente, și nu exercitate în virtutea unor raționamente de tip cost/beneficiu, deoarece nu este o entitate comercială; iii) valoarea taxei va trebui plătită din resursele proprii băncii centrale, fapt ce îi va diminua resursele financiare; iv) perceperea taxei asupra operațiunilor băncii centrale nu este compatibilă cu interdicția de a finanța sectorul public din moneda băncii centrale. La 1 august 2012, în **Franța** au devenit operaționale trei tipuri de taxe, respectiv: (a) taxa pe tranzacțiile cu titluri de capital; (b) taxa pe tranzacții cu frecvență ridicată; (c) taxa pe achizițiile de credit default swaps.

(a) Taxa pe tranzacțiile cu titluri de capital (engl. *equity securities*) sau instrumente similare prevăzute de *French Monetary and Financial Code*. Pentru a intra în sfera de cuprindere a taxei, tranzacțiile trebuie să îndeplinească, cumulativ, următoarele cerințe: i) titlurile de capital sunt emise de companii listate la bursă, ce au sediul principal în Franța iar capitalizarea de piață depășește 1 miliard euro la data de 1 ianuarie a anului în care are loc transferul; ii) titlurile sunt listate pe o piață reglementată sau se tranzacționează OTC; iii) are loc transferul dreptului de proprietate asupra titlurilor de capital; iv) achiziția titlurilor este rezultatul unei vânzări directe, exercitării unei opțiuni, a unui contract forward cu livrare fizică, sau reprezintă un aport la capital. În același timp, nu intră sub incidența taxei următoarele operațiuni: (i) emisiunile de titluri de capital pe piața primară; (ii) transferurile realizate de casa de compensare sau depozitarul central; (iii) activitățile de tip *market making*; (iv) tranzacțiile efectuate în numele emitentului, în cadrul unui acord de lichiditate, conform cu practicile de piață aprobate de French Financial Services Authority; (v) tranzacțiile cu titluri de capital intra-grup; (vi) transferurile temporare de titluri, operațiunea de dare sau luare cu împrumut, operațiunile repo; (vii) achiziția de obligațiuni ce pot fi convertite ulterior în acțiuni. Acoperirea teritorială a taxei este reprezentată de titlurile de capital emise de entități înregistrate în Franța, indiferent de locul încheierii tranzacției. Cota de impozitare a fost stabilită la 0,1% din prețul de achiziție al acțiunilor, colectarea și plata taxei către Trezoreria Franceză fiind în sarcina depozitarului central.

(b) Taxa pe tranzacțiile cu frecvență ridicată (engl. *high frequency trading*) se aplică în următoarele condiții: i) compania activează în calitate de principal și procesează datele automat; ii) titlurile de capital tranzacționate nu le includ pe cele care dau drept de vot sau acces la capital; iii) numărul ordinelor modificate sau anulate pe parcursul unei zile depășește un anumit prag, a cărui valoare va

fi stabilită ulterior. Singura excepție a fost acordată tranzacțiilor efectuate de market makeri. Toate tranzacțiile de acest tip, efectuate pe teritoriul Franței, intră sub incidența taxei. Cota de impozitare reprezintă 0,01% din valoarea ordinelor anulate sau modificate ce depășește pragul impus prin reglementări. Dacă valoarea acestor ordine este inferioară pragului, taxa nu se va percepe.

(c) Taxa pe achizițiile de credit default swaps (CDS) ce au la bază instrumente de datorie emise de guvernele UE, dar care nu se utilizează pentru hedging (engl. *credit default swaps on EU sovereign debt*). Formatorii de piață sunt excluși de la plata taxei. Taxa se va aplica oricărei persoane fizice sau companii ce desfășoară activități pe teritoriul Franței. Valoarea taxei este de 0,01% din valoarea nețională a contractului CDS.

În pofida exprimării intențiilor ferme de a stabili o cooperare consolidată în domeniul taxei pe tranzacțiile financiare, guvernele unor țări membre UE (Italia, Spania, Portugalia) au început deja demersurile privind adoptarea unilaterală a unei TTF, sfera de cuprindere și cotele de impozitare variind de la o țară la alta. Aceste preocupări sunt percepute drept o dorință de accelerare a procesului de convergență către o cooperare consolidată, care să reunească sub cupola sa un număr cât mai mare de țări membre UE. În acest sens, **Italia** dorește ca, începând cu 1 ianuarie 2013, să devină operațională o TTF structurată sub forma unei *stamp duty*. Cota de impozitare este unică (0,05%) și se aplică atât pentru valoarea nețională a contractelor derivate, cât și la valoarea tranzacțiilor cu instrumente de capital emise de companiile cu sediul social în Italia (PWC, 2012d).

Tranzacțiile cu derivate vor fi supuse taxării atunci când cel puțin una dintre părțile contractuale este rezidentă în Italia. Tranzacțiile cu instrumente de capital emise de companiile cu sediul social în Italia vor intra sub incidența taxei în următoarele două situații: a) vânzarea se încheie pe teritoriul Italiei, indiferent de rezidența părților contractuale; b) vânzarea nu are loc pe teritoriul Italiei, dar cel puțin una dintre părțile contractuale este rezidentă în Italia. În **Portugalia**, la jumătatea lunii octombrie a.c., Guvernul a trimis Parlamentului o propunere legislativă privind autorizarea introducerii unei TTF. Aceasta va fi percepută asupra tranzacțiilor financiare de pe piața secundară, ce au la bază instrumente de capital, obligațiuni, unități de fond, instrumente money market, derivative și produse structurate. Cotele de impozitare propuse sunt: fie o cotă generală de până la 0,3%, fie o cotă de până la 0,1% pentru tranzacțiile cu frecvență ridicată și o cotă de până la 0,3% pentru tranzacțiile cu derivate (PWC, 2012d).

În septembrie a.c., **Spania** a conturat o propunere de taxare a tranzacțiilor financiare, după modelul dezvoltat de Franța, fără a fi precizat explicit nivelul cotelor de impozitare. Sunt scutite de taxă toate tipurile de tranzacții enunțate deja în secțiunea dedicată Franței. i) **Taxa aferentă tranzacțiilor cu instrumente**

de capital se aplică titlurilor emise de companiile rezidente în Spania, ce sunt admise la tranzacționare pe orice piață reglementată din Europa sau din lume, cu condiția ca valoarea capitalizării emitentului să depășească un anumit prag (încă nespecificat); ii) **Taxa pe tranzacțiile cu frecvență ridicată** se percepe atunci când au loc anulări sau modificări ale operațiunilor, ce depășesc un anumit prag nespecificat încă în draft; iii) **Taxa pe achizițiile de credit default swaps** (CDS) are același obiect ca și echivalentul său francez (PWC, 2012e). În calitate de stat membru al Uniunii Europene, România are drept obiectiv major convergența către piața unică, proces care implică și armonizarea legislativă. Până în prezent, autoritățile române s-au abținut de la a promova o inițiativă unilaterală proprie privind taxarea sistemului financiar, din mai multe considerente. În Raportul asupra Stabilității Financiare (2011), BNR își exprimă preocuparea față de propunerea Comisiei Europene, ridicând problema impactului noii TTF asupra stabilității sistemului financiar intern, precum și asupra perspectivelor de dezvoltare pe un orizont de timp mediu și lung ale economiei românești. Un alt subiect preocupant notat de raportul BNR menționat are în vedere necesitatea **realizării unei evaluări aprofundate a impactului potențial al aplicării simultane a modificărilor cadrului prudențial cu cele aferente taxării uniforme a sectorului financiar**, în condițiile în care detalii tehnice privind unele componente critice din ambele zone se află încă într-o fază intermediară. Instituirea unor astfel de taxe, concomitent cu redimensionarea cerințelor de capital (Directivele CE CRD III și CRD IV) și promovarea instrumentului bail-in în cadrul mecanismului de gestiune a situațiilor de urgență pot conduce inclusiv la **distorsionarea costurilor intermedierii financiare** și la **deteriorarea volumului finanțării economiei reale prin credite bancare**. În plus, nivelul de taxare a sistemului financiar trebuie analizat luând în considerare și costurile pe care instituțiile financiare le suportă cu implementarea cadrului de reglementare specific. Cheltuielile operaționale ridicate și raportările suplimentare solicitate de autoritățile de supraveghere generează costuri pentru instituțiile financiare. Poziția BNR devine mai nuanțată în Raportul asupra Stabilității Financiare (2012), unde sunt enunțate principalele fenomene negative ce ar fi generate de aplicarea TTF în România, respectiv: „(i) dezintermediere financiară, prin delocalizarea unor tranzacții; (ii) creșterea riscurilor la nivelul sectorului financiar prin diminuarea lichidității din piețele financiare și reducerea volumului tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate în scopul acoperirii la risc; (iii) transferul costurilor suplimentare asupra clientelei nebancare a instituțiilor financiare, cu potențial impact asupra dimensiunii fluxurilor de credite noi." Totodată, se reiterează ideea potrivit căreia țara noastră se va alinia propunerilor legislative adoptate la nivel european, în virtutea calității de stat membru al UE. În același timp, experți ai Comisiei Naționale de Valori Mobiliare se exprimă fără echivoc împotriva taxării sistemului financiar european, întrucât apreciază că efectele adverse, imediate și de perspectivă, vor surclasa efectele pozitive previzionate

de CE. Argumentele aduse de reprezentanții CNVM[8], într-o formă condensată, privind posibilele riscuri asociate implementării taxei la nivelul UE se regăsesc și în studiul de față, structurate însă sub forma a cinci componente inter-relaționate, ce prezintă pe larg opiniile pro și contra introducerii taxei. În ceea ce privește piața de capital din România, se preconizează un efect extrem de negativ, cu accent pe translatarea costurilor finale către investitori. Studiul realizat de Lazea, Anghel și Biriș (2012), având drept beneficiar Comisia Națională de Prognoză, a abordat, de asemenea, provocările asociate proiectului de taxare a tranzacțiilor financiare în contextul procesului de reformare a sistemului de resurse proprii ale bugetului UE. Concluziile formulate în cadrul acestui studiu sugerează că țara noastră ar trebui să îmbine abordarea principială cu cea pragmatică, în virtutea căreia poate fi adoptată opțiunea de a nu sprijini acele propuneri legislative comunitare care, „*dintr-un motiv sau altul, nu au nicio șansă de a fi adoptate* (cu trimitere la taxa pe tranzacții financiare)". Preocupări mai reduse sunt legate, însă, în cazul țării noastre, de **riscul apariției arbitrajului de reglementare,** în condițiile unei implicări nesemnificative a intermediarilor din România pe piețele financiare internaționale. Îngrijorările exprimate privesc posibila delocalizare a investițiilor din sectorul financiar din țările care optează pentru introducerea taxei, către cele care nu fac un asemenea pas.

Totuși, chiar și în absența taxării, nu este de așteptat ca sistemul financiar românesc să beneficieze de relocări favorabile de capital. Cererea solvabilă de credite este limitată, iar costurile de intermediere financiară sunt încă ridicate în raport cu alte state membre, proporțional cu prima de risc suveran a României. Riscul mai ridicat este cel reputațional, în condițiile în care absența unei abordări integrate la nivelul forurilor europene poate fi interpretată drept inconsecvență la nivelul politicilor publice. Indiferent însă de gradul în care obiectivele propunerii CE privind TTF prezintă relevanță pentru sistemul financiar românesc, evaluat de sine-stătător, nu se poate face abstracție de poziția favorabilă TTF exprimată de statele de origine ale principalelor instituții financiare din România, respectiv Austria, Franța și Grecia. Astfel, taxarea tranzacțiilor financiare în România pe considerentul aplicării **principiului armonizării** legislative la nivelul UE **ar putea fi justificată mai curând din punct de vedere politic, decât pe bază de fundament economic**. În aceste condiții, **considerăm oportună menținerea unei poziții deschise**, care să evite respingerea explicită a perspectivei introducerii unei taxe pe tranzacții financiare în România, **păstrând disponibilitatea unei reacții favorabile în ipoteza în care va exista un acord la nivelul Uniunii Europene privind aplicarea unei asemenea taxe.**

În același timp, apreciem că **un asemenea scenariu trebuie gestionat astfel încât să nu riște crearea unor discontinuități în colectarea contribuțiilor sub**

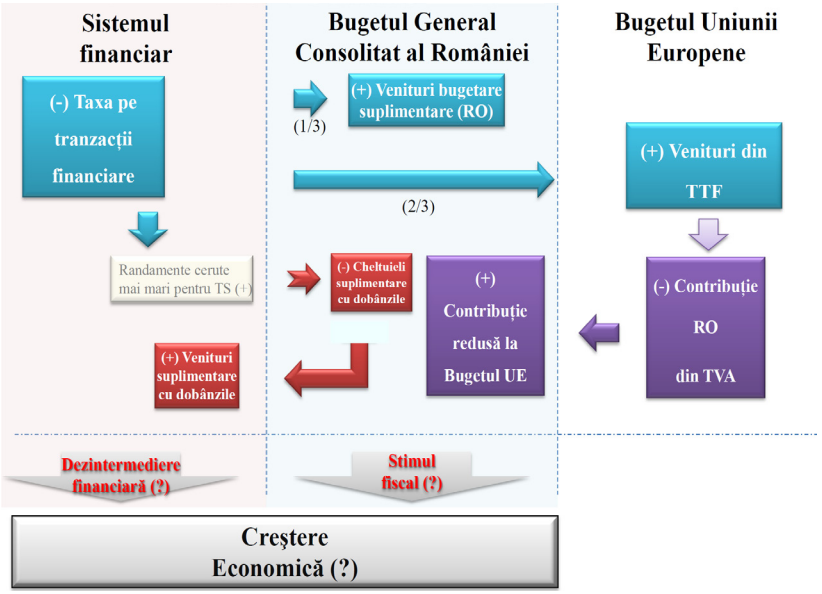
[8] Informații extrase din corespondența purtată între IER și CNVM, pe marginea versiunii preliminare a studiului de față.

formă de „*bank levy*" aplicată pasivelor negarantate ale instituțiilor de credit exclusiv pentru scopuri de stabilitate financiară, conform mecanismului operațional agreat în prealabil cu partenerii externi (CE/FMI/Banca Mondială) în cadrul negocierilor programului de asistență financiară internațională. Resursa financiară respectivă este acumulată de către Fondul de Restructurare Bancară (FRB), în scopul asigurării finanțării eventualelor măsuri de stabilizare dispuse de Banca Națională a României pentru soluționarea situației băncilor problemă. Astfel, **continuarea politicii de finanțare a FGDB**, atât pe componenta de garantare a depozitelor, cât și pe cea a restructurării bancare, **reprezintă o direcție strategică distinctă, căreia trebuie, în opinia noastră, să i se acorde prioritate în raport cu orice alte inițiative de taxare a sistemului financiar**.

Capitolul III. Evaluarea impactului bugetar inițial

Introducerea taxei pe tranzacții financiare va avea un efect complex asupra bugetului general consolidat, acționând asupra agregatelor bugetare prin cel puțin trei canale. În primul rând, introducerea taxei va genera venituri suplimentare directe la buget prin impozitarea propriu-zisă a tranzacțiilor financiare care intră sub incidența acesteia. În al doilea rând, investitorii vor încerca, într-o anumită măsură, să-și recupereze costurile de tranzacționare mai ridicate, prin pretinderea unor randamente mai mari, rezultând cheltuieli suplimentare cu dobânzile pentru statul român în urma procesului de refinanțare a datoriei publice. În al treilea rând, introducerea taxei în țările membre ale Uniunii Europene este așteptată a genera economii substanțiale în ceea ce privește contribuția statelor membre la bugetul UE, având în vedere propunerea de reducere a contribuției individuale bazată pe venitul național brut cu sumele colectate prin TTF. În continuare va fi evaluat impactul aferent celor trei canale de transmisie cu scopul de a determina impactul bugetar agregat asociat implementării taxei pe tranzacții financiare (figura 2).

Figura 2 - Canale de transmisie a efectelor introducerii taxei pe tranzacții financiare



Obținerea unei estimări precise pentru veniturile bugetare directe generate de implementarea taxei pe tranzacții financiare reprezintă un demers dificil, caracterizat de numeroase incertitudini, având în vedere modificările care pot

avea loc în comportamentul participanților din piață, în condițiile introducerii unui nou sistem de taxare. Astfel, sunt posibile realocări semnificative ale tranzacțiilor pe piețele cu un nivel de impozitare mai redus, sau diminuări considerabile ale volumului tranzacțiilor, ca urmare a unei elasticități ridicate la costurile de tranzacționare. Estimarea veniturilor bugetare potențiale generate de implementarea taxei se va baza pe metoda folosită de Comisia Europeană în estimarea veniturilor potențiale la nivelul UE, aplicată la nivelul României, respectiv prin utilizarea datelor privind volumele tranzacționate ale instrumentelor supuse taxei și prin utilizarea anumitor ipoteze pentru rata de realocare sau elasticitățile la costurile de tranzacționare. Formula de calcul a veniturilor bugetare potențiale este cea utilizată de CE, bazată pe cercetările lui McCulloch și Pacillo (2011) și aplicată pe diferite segmente ale pieței financiare. Astfel, veniturile potențiale R pot fi calculate ca:

$$R = \tau * V * (1 - E)\left(1 + \frac{\tau}{c}\right)^{\varepsilon} \quad (1)$$

unde τ reprezintă nivelul taxei, V volumul tranzacționat anual, E desemnează rata de realocare sau evaziune, c reprezintă costurile de tranzacționare exprimate în procent față de volumul tranzacționat, ε este elasticitatea volumului de tranzacționare raportată la costuri. Elasticitățile considerate de Comisia Europeană, pe baza studiilor de specialitate, variază între 0 (nu există o diminuare a volumelor tranzacționate cu excepția celei provenind din realocare și evaziune) și -2. Elasticitățile folosite sunt preluate din literatura de specialitate, dar prezintă dezavantajul faptului că sunt estimări punctuale, la un anumit moment dat și reflectă condițiile existente la momentul respectiv, din punct de vedere al volumului tranzacțiilor și costurilor de tranzacționare. De asemenea, ipoteza legată de rata de realocare și evaziune este într-o anumită măsură arbitrară, având în vedere inexistența unei astfel de taxe în trecut. Pentru a înțelege mai bine dinamica veniturilor în funcție de nivelul taxei este deosebit de utilă analiza semnului derivatei veniturilor în funcție de τ. Dacă derivata este pozitivă, atunci veniturile cresc la majorarea taxei. Pentru simplificare, având în vedere faptul că E și V sunt constante, vom considera o valoare egală cu 1 pentru acestea (a se vedea relația 2).

$$\frac{\partial R}{\partial \tau} = \left(1 + \frac{\tau}{c}\right)^{\varepsilon} \left(1 + \varepsilon \frac{\frac{\tau}{c}}{1 + \frac{\tau}{c}}\right) \quad (2)$$

Astfel, având în vedere faptul că primul termen este întotdeauna pozitiv, derivata este negativă pentru elasticități mai mici de -1. Prin urmare, în acest caz există un efect de tip Laffer iar veniturile vor descrește pe măsura impunerii

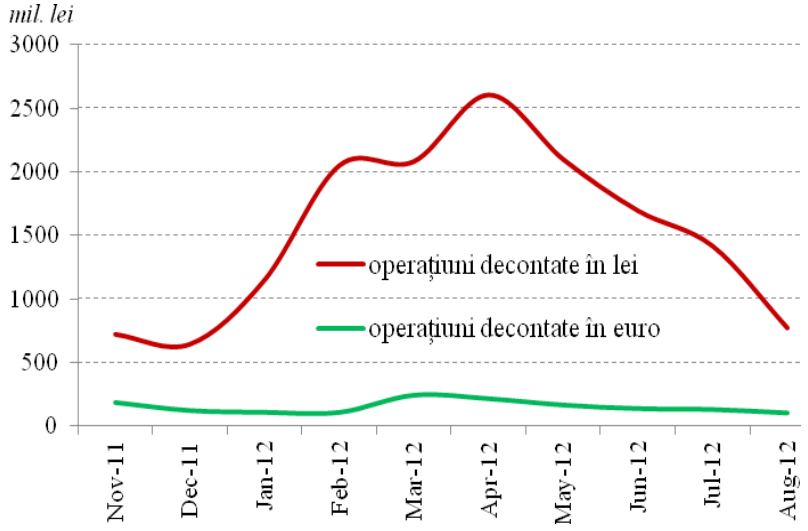
unor taxe mai mari. Totuși, din estimările Comisiei, acest efect de tip Laffer este prezent la valori ale taxei superioare nivelului de 0,2%. În principal, elasticitățile mai mari decât 1 în termeni absoluți sunt considerate standard, iar niveluri prea mari ale taxei pe tranzacții financiare ar putea fi puțin eficiente din perspectiva maximizării încasărilor bugetare. Ipotezele privind costurile de tranzacționare utilizate de Comisia Europeană sunt diferențiate în funcție de tipul instrumentului financiar tranzacționat: 0,06% pentru acțiuni și obligațiuni, 0,03% pentru instrumente financiare derivate, 0,024% tranzacții spot pe piața valutară.

Prin urmare, impunerea unei taxe suplimentare de 0,1% în cazul tranzacțiilor cu acțiuni va determina majorarea semnificativă a costurilor de tranzacționare, respectiv de 2,66 ori de la 0,06% la 0,16%. Ipotezele pentru piața românească vor fi diferite, iar costurile de tranzacționare suportate de participanții la piață vor fi estimate, nivelul acestora fiind semnificativ mai ridicat prin comparație cu economiile dezvoltate. Potrivit estimărilor Comisiei Europene, nivelul de realocare și evaziune se va situa la un nivel de 10% în cazul pieței titlurilor de stat și al tranzacțiilor cu acțiuni și obligațiuni, în timp ce volumele tranzacționate cu instrumente financiare derivate sunt presupuse a se diminua cu 90%. Estimarea privind nivelul de realocare pentru piața titlurilor de stat va fi menținută în timp ce, în cazul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate, considerând lichiditatea mai redusă a pieței românești și caracterul mai puțin speculativ prin comparație cu piețele externe, vom presupune o rată de realocare și evaziune cuprinsă între 20 și 80%, în linie cu studiile lui McCullock și Pacillo (2011) și Schulmeister (2011). În ceea ce privește elasticitățile, vor fi considerate valori între 0 (scenariul optimist în care volumele de tranzacționare nu se diminuează la creșterea costurilor de tranzacționare) și -2 (scenariul pesimist în care volumele de tranzacționare scad semnificativ odată cu majorarea costurilor de tranzacționare).

Folosind aceste ipoteze și date legate de volumele tranzacționate pe piața secundară a titlurilor de stat, valoarea tranzacțiilor de la Bursa de Valori București și volumele tranzacționate privind instrumentele financiare derivate, vom determina veniturile bugetare potențiale din aplicarea unei taxe pe tranzacții financiare. Vom considera atât un scenariu optimist, dar și unul pesimist în legătură cu evoluția volumelor tranzacționate în urma aplicării taxei, iar rezultatele vor fi exprimate sub forma unui interval. Piața titlurilor de stat reprezintă piața secundară cu cea mai mare lichiditate după piața valutară la vedere, media zilnică a tranzacțiilor în perioada 24.10.2011 – 31.08.2012 (perioadă pentru care datele sunt disponibile pe site-ul BNR) fiind de 1645,8 mil. lei dintre care 1493,8 mil. lei fiind aferente tranzacțiilor cu titluri de stat denominate în lei iar restul de 152 milioane lei reprezentând media zilnică a tranzacțiilor cu titluri de stat denominate în euro.

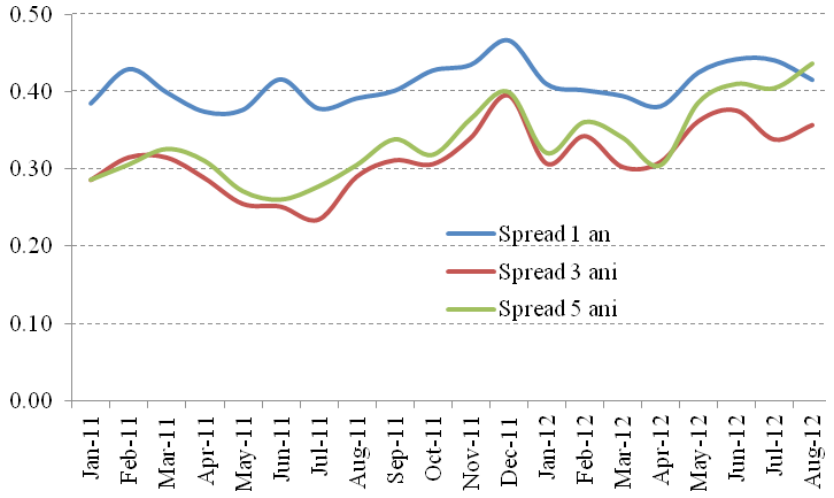
Volumele medii tranzacționate diferă semnificativ de la o lună la alta, fapt care ar putea genera unele riscuri suplimentare la adresa prognozei de venituri bugetare potențiale provenind din introducerea unei taxe pe tranzacții financiare, având în vedere incertitudinile cu privire la volumele de tranzacționare. Determinarea costurilor de tranzacționare suportate de participanții pe piața titlurilor de stat prezintă o importanță critică pentru cuantificarea veniturilor bugetare potențiale, estimate prin aplicarea relației (2). Astfel, participanții plătesc un comision pe tranzacție de 79 lei asociat utilizării sistemului SAFIR, dar considerând valoarea medie a unei tranzacții de aproximativ 16 milioane de lei, costul pe tranzacție exprimat procentual este foarte aproape de zero. Costurile cele mai importante pentru participanți sunt exprimate sub forma diferenței între cotațiile bid și ask, intermediarii tranzacțiilor incluzându-și marjele în cotațiile de vânzare și respectiv cumpărare.

Graficul 5 - Volume medii de tranzacționare pe piața titlurilor de stat



Sursa datelor: BNR

Graficul 6 - Evoluția spread-ului între cotațiile bid și ask pentru titluri de stat



Sursa datelor: BNR

Astfel, se remarcă relativa stabilitate a marjelor chiar și în condițiile fluctuației randamentelor, spread-ul dintre cotațiile bid și ask modificându-se într-o mică măsură. Vom considera prețul corect al titlurilor de stat, determinat pe baza actualizării tuturor fluxurilor viitoare cu rata dobânzii existente în piață la un moment dat, ca fiind media între cotațiile bid și ask, astfel încât marjele sunt egale atât pentru cumpărători cât și pentru vânzători. Având în vedere acest aspect, costul suportat de participanții la piață va fi determinat prin împărțirea la doi a spread-urilor medii practicate de intermediari pentru toate maturitățile disponibile. Astfel, costul mediu suportat de fiecare participant este de aproximativ 0,19% din valoarea tranzacției. Veniturile bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat au fost determinate presupunând o rată de realocare și evaziune de 10%, în linie cu estimările Comisiei Europene, prin utilizarea costurilor de tranzacționare determinate mai sus și considerând anumite scenarii pentru nivelul taxei și al elasticităților. Având în vedere dimensiunea redusă a intervalului de timp pentru care datele sunt disponibile și costurile relativ constante suportate de participanții la piață în această perioadă, elasticitățile nu pot fi estimate, iar în analiză vor fi utilizate mai multe scenarii, respectând valori cuprinse între 0 (scenariul optimist) și -2 (scenariul pesimist). Rezultatele estimărilor sunt prezentate în tabelul de mai jos.

Tabelul 8 - Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat

Elasticitate	Venituri potențiale 2012 (mil. lei)	Nivel taxă	Modificare volume tranzacționare
0	839.35	0,1%	0.00%
-0,5	679.39	0,1%	-19.06%
-1	549.92	0,1%	-34.48%
-1,5	445.12	0,1%	-46.97%
-2	360.29	0,1%	-57.07%
0	1678.70	0,2%	0.00%
-0,5	1171.70	0,2%	-30.20%
-1	817.83	0,2%	-51.28%
-1,5	570.83	0,2%	-66.00%
-2	398.43	0,2%	-76.27%

Sursa datelor: BNR, calcule proprii[9]

Astfel, veniturile bugetare din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat variază între 839 și 360 de milioane de lei în cazul aplicării nivelului minim de 0,1% în funcție de răspunsul participanților la creșterea costurilor de tranzacționare. În cazul aplicării unui nivel dublu al taxei, veniturile s-ar putea situa între 1678 și 398 de milioane de lei, dar scăderea volumului de tranzacționare ar fi semnificativ mai ridicată decât în primul caz. Un nivel al taxei mai mare de 0,2% nu este indicat, având în vedere prezența unui efect de tip Laffer, semnalat de studiile de specialitate utilizate în evaluarea de impact a Comisiei Europene, existând posibilitatea reducerii încasărilor bugetare în pofida majorării valorii taxei. Valoarea tranzacțiilor intermediate de Bursa de Valori București este semnificativ mai redusă decât în cazul pieței titlurilor de stat și a cunoscut fluctuații semnificative în ultimii ani, o parte din majorarea spectaculoasă a volumelor din anii de boom economic fiind anulată de efectele crizei financiare și economice de pe plan internațional.

Tabelul 9 - Evoluția volumelor de tranzacționare medii zilnice din perioada 2001-2012

Anul	Valoare medie zilnică tranzacții cu acțiuni (mil. lei)	Valoare medie zilnică tranzacții cu obligațiuni (mil. lei)	Valoare medie zilnică tranzacții acțiuni si obligațiuni BVB (mil. lei)
2001	1.54	0.00	1.54
2002	2.87	0.00	2.88
2003	4.18	0.07	4.25

[9] Ipoteze: costuri de tranzacționare: 0,19%, coeficient de realocare și evaziune: 10%

2004	9.55	1.15	10.69
2005	31.62	0.52	32.13
2006	39.90	3.79	43.69
2007	55.21	3.18	58.39
2008	27.80	0.93	28.73
2009	20.37	5.14	25.51
2010	21.96	10.08	32.05
2011	38.97	2.14	41.11
2012	31.28	5.66	36.94

Sursa datelor: Bursa de Valori București

Pentru determinarea veniturilor bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor de pe Bursa de Valori București vom considera volumele tranzacționate în anul 2011, având în vedere numărul mai mare de observații, prin comparație cu anul 2012. De asemenea, în ceea ce privește costurile de tranzacționare suportate de participanți, vom considera un nivel de 0,3%, în linie cu tarifele societăților de servicii de investiții financiare aplicate clienților mari. Acest nivel include și costurile asociate comisioanelor percepute de Bursa de Valori București și Comisia Națională de Valori Mobiliare. În rest, ipotezele se mențin identice cu cele utilizate în cazul pieței titlurilor de stat. Rezultatele sunt prezentate în tabelul de mai jos:

Tabelul 10 -Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor de pe Bursa de Valori București

Elasticitate	Venituri potențiale 2012 (mil. lei)	Nivel taxă	Modificare volume tranzacționare
0	18.88	0,1%	0.00%
-0,5	16.35	0,1%	-13.40%
-1	14.16	0,1%	-25.00%
-1,5	12.27	0,1%	-35.05%
-2	10.62	0,1%	-43.75%
0	37.77	0,2%	0.00%
-0,5	29.26	0,2%	-22.54%
-1	22.66	0,2%	-40.00%
-1,5	17.55	0,2%	-53.52%
-2	13.60	0,2%	-64.00%

Sursa datelor: calcule proprii[10]

Astfel, veniturile bugetare din taxarea tranzacțiilor de pe Bursa de Valori București variază între 19 și 11 de milioane de lei în cazul aplicării nivelului

[10] Ipoteze: costuri de tranzacționare: 0,3%, coeficient de realocare și evaziune: 10%.

minim de 0,1% în funcție de răspunsul participanților la creșterea costurilor de tranzacționare. În cazul aplicării unui nivel dublu al taxei, veniturile s-ar putea situa între 38 și 14 de milioane de lei, dar scăderea volumului de tranzacționare ar fi semnificativ mai ridicată decât în primul caz. Veniturile bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate au fost estimate pe baza ipotezelor Comisiei Europene, folosind o rată de realocare de 20% (scenariul optimist) sau 80% (scenariul pesimist). Totuși, având în vedere lichiditatea mai redusă a pieței românești și caracterul mai puțin speculativ prin comparație cu piețele externe, este probabil ca rata de realocare să se situeze mai degrabă în apropierea scenariului optimist. De asemenea, considerând senzitivitatea mai ridicată a volumelor tranzacționate pentru instrumente financiare derivate la costurile de tranzacționare, a fost considerat doar nivelul minim de 0,01%. Rezultatele estimărilor privind veniturile bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate sunt prezentate în tabelul de mai jos:

Tabelul 11 - Venituri bugetare potențiale din taxarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate

Elasticitate	Venituri potențiale 2012 (mil. lei)	Nivel taxă	Coeficient de realocare	Modificare volume tranzacționare
0	38.04	0,01%	80%	0.00%
-0,5	35.21	0,01%	80%	-7.42%
-1	32.60	0,01%	80%	-14.29%
-1,5	30.18	0,01%	80%	-20.64%
-2	27.94	0,01%	80%	-26.53%
0	101.43	0,01%	20%	0.00%
-0,5	93.90	0,01%	20%	-7.42%
-1	86.94	0,01%	20%	-14.29%
-1,5	80.49	0,01%	20%	-20.64%
-2	74.52	0,01%	20%	-26.53%

Sursa datelor: calcule proprii[11]

Astfel, veniturile bugetare potențiale variază între 74-101 milioane de lei în cazul unui scenariu optimist și 27-38 de milioane de lei, considerând un scenariu pesimist. Se poate observa faptul că veniturile potențiale din taxarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate sunt superioare celor care s-ar colecta de pe Bursa de Valori București, ca urmare a capitalizării și lichidității reduse a bursei.

Însumând rezultatele de mai sus, se pot determina veniturile totale directe colectabile în urma implementării taxei pe tranzacții financiare. Rezultatul agregat arată că potențialul variază între 445-959 de milioane de lei (în cazul

[11] Ipoteze: costuri de tranzacționare: 0,06%, coeficient de realocare și evaziune: 20% sau 80%.

aplicării unui nivel de 0,1% pentru tranzacțiile cu acțiuni, obligațiuni și titluri de stat), respectiv între 412-1716 milioane de lei (în cazul aplicării unui nivel de 0,2% pentru tranzacțiile cu acțiuni, obligațiuni și titluri de stat) în funcție de răspunsul participanților din piață. Considerând o elasticitate de -1, respectiv media valorilor considerate și nivelurile minime ale taxei de 0,1% și 0,01%, **veniturile bugetare din aplicarea taxei pe tranzacții financiare s-ar situa la un nivel de 651 de milioane de lei, respectiv 0,11% din produsul intern brut estimat pentru 2012**. În ceea ce privește structura veniturilor bugetare directe colectate ca urmare a introducerii TTF, se remarcă faptul că cea mai mare parte din acestea provine din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat, ca urmare a volumelor de tranzacționare mai ridicate de pe această piață comparativ cu tranzacțiile încheiate la Bursa de la Valori București sau comparativ cu cele aferente instrumentelor financiare derivate tranzacționate de bănci. Astfel, **ponderea veniturilor potențiale provenind din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat variază între 82% și 94% din total încasări potențiale**, reprezentând sursa principală de alimentare a bugetului general consolidat în ipoteza materializării propunerii de directivă privind introducerea TTF.

Aceste scenarii pot fi explicate prin stadiul incipient al dezvoltării pieței bursiere din România, caracterizată de o lichiditate redusă, contribuția la finanțarea economiei fiind puțin semnificativă comparativ cu aportul sistemului bancar. De asemenea, acesta din urmă este bazat preponderent pe activități tradiționale, tranzacțiile cu instrumente financiare derivate fiind relativ slab utilizate, fapt pentru care și veniturile potențiale din taxarea acestora nu sunt foarte ridicate. În schimb, piața titlurilor de stat a cunoscut o dezvoltare spectaculoasă în perioada recentă, evoluție favorizată de necesarul de finanțare în creștere al statului determinat atât de apariția, în ultimii ani, a unor deficite bugetare ridicate, dar și de constrângerile legate de nevoia de rostogolire a datoriei publice, al cărei nivel s-a majorat abrupt de la declanșarea crizei. Introducerea taxei pe tranzacții financiare va influența și cheltuielile bugetare, având în vedere faptul că, investitorii în titluri de stat, pentru a-și recupera parțial costurile de tranzacționare mai mari, vor pretinde randamente mai ridicate pentru a împrumuta statul român. Cheltuielile suplimentare cu dobânzile vor fi estimate folosind ipoteza că plusul de randament trebuie să acopere costul cu TTF pentru cel puțin o tranzacție pe piața secundară, la jumătatea maturității medii a titlurilor de stat, estimată pe baza duratei reziduale medii menționate în *Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale 2012-2014* (a se vedea tabelul 12).

Tabelul 12 - Cheltuieli bugetare suplimentare cu dobânzile în urma taxării tranzacțiilor financiare

	2011	2012	2013	2014
PIB nominal	556	587	623	660
Serviciul datoriei (% din PIB)	10.3	10.7	10.6	10.5
Serviciul datoriei (mld. lei)	57.3	62.8	66.0	69.3
Cheltuieli suplimentare cu dobânzile (mld. lei)	0.06	0.06	0.07	0.14

Sursa datelor: Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale 2012-2014, calcule proprii

Astfel, considerând un serviciu al datoriei cuprins între 10 și 11% din PIB și o maturitate medie reziduală a titlurilor de stat de 4,2 ani[12], cheltuielile suplimentare cu dobânzile s-ar situa la aproximativ 70 de milioane de lei, considerând datele din perioada 2012-2013. Prin urmare, impactul bugetar direct net trebuie să includă o ajustare a veniturilor directe, prin luarea în considerare și a cheltuielilor cu dobânzile suplimentare generate de pretențiile investitorilor pentru randamente mai mari. Introducerea taxei pe tranzacții financiare va avea și un impact bugetar indirect, ca urmare a reducerii contribuției României la bugetul UE. Comisia Europeană propune ca două treimi din sumele colectate prin TTF să fie direcționate către Bugetul Uniunii Europene (BUE), în timp ce o treime ar rămâne la nivelul fiecărui stat membru. Astfel, contribuția totală a statelor membre pe baza venitului național brut (VNB) la BUE urmează a fi ajustată cu veniturile încasate din TTF. În anul 2011 sumele colectate din resurse bazate pe VNB au fost de circa 95 mld. euro iar contribuția României a reprezentat 0,965 mld. euro.

CE a estimat că introducerea TTF ar genera venituri fiscale anuale în valoare de 57 mld. euro, folosind datele disponibile pentru anul 2010 iar fiecare stat membru ar face o economie de aproximativ 40 la sută din contribuția actuală pe bază de VNB (CE indică un procent de 50 la sută pentru anul 2020). Prin urmare, aplicând acest procent de 40 la sută ar rezulta **o economie de 0,386 mld euro la bugetul general consolidat al României.** Practic, România ar fi un beneficiar net al acestei propuneri, ca urmare a faptului că sumele colectate sunt utilizate la reducerea contribuției individuale în aceeași proporție pentru toate țările membre indiferent de sumele colectate la nivel național. Însumând efectele directe și indirecte asupra bugetului general consolidat, se poate aprecia că **introducerea TTF în România ar produce beneficii de rundă întâi bugetului general consolidat de peste trei ori mai mari decât costul suportat de sectorul**

[12] Potrivit Strategiei privind administrarea datoriei publice guvernamentale 2012-2014 maturitatea medie reziduală a DPG s-a redus de la 4,2 ani în 2010 la 4,1 ani în 2011, pentru ca apoi să revină la 4,2 ani la sfârșitul primului trimestru din 2012.

financiar, în principal ca urmare a economiilor ce ar fi realizate din contribuția pe bază de VNB la BUE (a se vedea tabelul 13).

Tabelul 13 - Impact inițial asupra bugetului general consolidat generat de TTF

Sistem financiar/ Economie reală (*mil. lei*)	**Soldul Bugetului General Consolidat al României (*mil. lei*)**	**Contribuția economiei României la Bugetul Uniunii Europene (*mil. lei*)**
- 651, din care - 217 (BGC) - 434 (BUE) + 70	+ 217 + 1737 -70	+ 434 - 1737
-581	**+1884**	**- 1303**

Sursa: calcule proprii

Acest rezultat ar fi valabil exclusiv în ipoteza în care s-ar ajunge la un acord între toate statele membre privind adoptarea proiectului CE privind TTF. În caz contrar, țările susținătoare vor decide să continue demersul prin intermediul procedurii de cooperare consolidată, iar economia de contribuție pentru bugetul UE nu se va mai materializa (a se vedea tabelul 14).

Tabelul 14 - Impactul agregat asupra bugetului general consolidat generat de TTF în lipsa unei implementări complete la nivelul UE

Sistem financiar/ Economie reală (*mil. lei*)	**Soldul Bugetului General Consolidat al României (*mil. lei*)**	**Contribuția economiei României la Bugetul Uniunii Europene (*mil. lei*)**
- 651, din care - 651 (BGC) - 0 (BUE) + 70	+ 651 + 0 -70	+ 0 - 0
-581	**+581**	**0**

Sursa: calcule proprii

În aceste condiții, situația bugetului de stat s-ar îmbunătăți în primul an de aplicare a taxei cu doar 0,6 mld. lei. Valoarea menționată ar urma, însă, să scadă în anii următori, deoarece cheltuielile cu dobânzile se vor multiplica, pe fondul rostogolirii datoriei publice la costuri mai ridicate. Astfel, cheltuielile suplimentare cu dobânzile s-ar ridica la valoarea de 140 mil. lei în al doilea an de aplicare, față de 70 de mil. lei în primul an.

Capitolul IV. Efectele multiplicatoare de rundă întâi în economia reală și impactul asupra creșterii economice

4.1 Cadrul metodologic

Impactul introducerii taxei pe tranzacții financiare asupra creșterii economice este complex și dificil de cuantificat, canalele principale de influență asupra dinamicii PIB-ului real fiind divergente. Un prim potențial impact asupra creșterii economice provine din **stimulul fiscal** care ar putea fi generat de resursele bugetare suplimentare degajate de aplicarea taxei pe tranzacții financiare. Acesta produce un efect favorabil. Deși s-a arătat anterior faptul că beneficiile bugetare sunt destul de mici raportate la produsul intern brut, acestea pot fi totuși folosite pentru stimularea creșterii economice, de exemplu prin majorarea investițiilor în infrastructură. Al doilea impact potențial, de data aceasta negativ, este determinat de posibila reducere a **creditului furnizat de către bănci sectorului priv**at, situație care ar putea conduce la diminuarea investițiilor și implicit a produsului intern brut. Acest efect poate fi generat de opțiunea băncilor pentru menținerea nivelului curent de solvabilitate, în contextul unui impact negativ asupra capitalurilor proprii rezultat din aplicarea taxei. **Cele două efecte se compun și formează impactul net asupra creșterii economice**.

Astfel, este posibil ca o parte din resursele suplimentare degajate într-o primă etapă de introducerea taxei să fie anulate de reducerea veniturilor bugetare generată de o eventuală contracție economică, cauzată de o reducere abruptă a creditării către sectorul privat. Conduita politicii fiscale are efecte complexe și semnificative atât la nivel microeconomic, respectiv asupra deciziilor agenților economici, dar și asupra activității economice în ansamblu. Totuși, opiniile cercetătorilor cu privire la efectele pe termen scurt și pe termen lung ale modificărilor în conduita politicii fiscale asupra variabilelor macroeconomice sunt variate. Modelele neoclasice susțin reducerea consumului privat ca urmare a unui șoc pozitiv al cheltuielilor guvernamentale prin intermediul efectului de evicțiune (engl. *crowding out*), în timp ce modelele neokeynesiste susțin contrariul. Acestea din urmă subliniază rolul politicii fiscale în atenuarea fluctuațiilor economice, susținând stimularea economiei în perioadele de recesiune prin majorarea cheltuielilor sau reducerea taxelor, respectiv adoptarea unei conduite restrictive a politicii fiscale în perioadele de expansiune, cu scopul de a reduce cererea agregată. Astfel, o majorare a cheltuielilor guvernamentale conduce la creșterea producției, dar această concluzie nu ține cont de efectele acestei măsuri asupra sectorului privat. O decizie de majorare a deficitului bugetar cu scopul susținerii economiei poate conduce la împrumuturi mai

mari ale guvernului de pe piață, reducând sumele disponibile pentru creditarea sectorului privat și determinând majorarea ratei dobânzii.

Acest efect este cunoscut sub numele de efect de evicțiune și conduce la diminuarea investițiilor și a consumului finanțat prin credit, impactul asupra produsului intern brut fiind unul negativ.

Aportul resurselor suplimentare provenite din aplicarea taxei pe tranzacții financiare la promovarea creșterii economice depinde de măsura în care acestea vor fi folosite pentru stimularea economiei, dar și de măsura în care produsul intern brut răspunde la un șoc de politică fiscală, respectiv în funcție de dimensiunea multiplicatorilor fiscali. Analiza empirică va presupune folosirea integrală a resurselor suplimentare pentru stimularea economiei și va cuantifica impactul asupra produsului intern brut prin intermediul multiplicatorilor fiscali, atât la nivelul fiecărei perioade, cât și considerând efectul cumulat pe mai multe trimestre al unui stimul fiscal. În esență, multiplicatorii fiscali cuantifică răspunsul produsului intern brut la o modificare exogenă a soldului bugetar printr-o ajustare temporară a taxelor sau a cheltuielilor guvernamentale. În practică, definim multiplicatorul de impact ca fiind răspunsul imediat al producției la modificările balanței bugetare, în timp ce multiplicatorul cumulat are în vedere o perioadă mai lungă de timp, avantajul acestuia din urmă fiind potențat și de lag-urile de implementare ale politicii fiscale:

$$Multiplicatorul\ de\ impact = \frac{\Delta Y_t}{\Delta G_t}$$

$$Multiplicatorul\ cumulat = \frac{\sum_{i=0}^{N} \Delta Y(t+i)}{\sum_{i=0}^{N} \Delta G(t+i)}$$

unde ΔY desemnează modificările producției, ΔG reprezintă variația cheltuielilor guvernamentale, t desemnează perioada.

Dimensiunea multiplicatorilor fiscali este diferită de la o țară la alta și este influențată semnificativ de condițiile economice și de metodele de estimare. Astfel, oportunitatea practicării unei politici fiscale expansioniste trebuie analizată cu atenție, în contextul în care efectele asupra produsului intern brut pot fi și negative, în măsura în care conduc la reducerea încrederii agenților economici, cu impact direct asupra deciziilor de consum și economisire. Spre exemplu, în condițiile în care decizia practicării unei politici fiscale expansioniste este adoptată pe fondul existenței unor vulnerabilități semnificative în ceea ce privește sustenabilitatea datoriei publice, este foarte probabil ca produsul intern brut să scadă. Agenții economici, caracterizați de anticipări de tip *forward-looking,* iau în considerare viitoare creșteri de taxe pentru a compensa cheltuielile mai mari din prezent,

situație care va conduce la diminuarea veniturilor disponibile ale acestora, iar ca răspuns își vor micșora consumul din prezent. Prin urmare, efectul multiplicator al stimulului va fi mult redus. În măsura în care agenții economici sunt de tip ricardian, respectiv ajustarea consumului prezent ca urmare a anticipării unor taxe mai mari acoperă integral stimulul fiscal, eficiența politicii fiscale în stimularea activității economice devine nulă. Există mai multe metode de estimare a impactului șocurilor de politică fiscală asupra activității economice, în continuare fiind descrise trei metodologii relevante în acest domeniu. *Prima abordare* este descrisă de Canova și Pappa (2003) și Mountford și Uhlig (2009) și constă în identificarea șocurilor de politică fiscală prin impunerea unor restricții de semn funcțiilor de impuls răspuns în cadrul unui model de tip VAR (vector autoregresiv).

Această abordare are ca punct de plecare studiul efectelor șocurilor de politică monetară asupra activității economice, respectiv metodologia descrisă de Uhlig (1999). Astfel, restricțiile de semn au rolul de a determina separarea politicii fiscale de a influența șocurilor aferente ciclului economic sau cele de politică monetară sau de a permite definirea unui șoc de venituri caracterizat de o modificare a veniturilor bugetare, în condițiile menținerii constante a cheltuielilor. Restricțiile sunt aplicate de așa natură încât permit răspunsul variabilelor fiscale cu o anumită întârziere, această situație fiind des întâlnită în practică datorită lag-urilor de implementare ale politicii fiscale. În ceea ce privește răspunsul produsului intern brut la șocuri fiscale, nicio altă restricție nu este impusă. *A doua abordare*, prin care se urmărește evaluarea impactului șocurilor fiscale asupra variabilelor macroeconomice este propusă de Fatas și Mihov (2001) sau de Favero (2002) și se bazează pe estimarea unui model de tip VAR și apoi a unor funcții de impuls răspuns prin utilizarea unei ordonări de tip Cholesky.

Primul studiu ordonează cheltuielile guvernamentale primele și presupune toate elasticitățile contemporane ale variabilelor fiscale în funcție de celelalte variabile ca fiind zero, în timp ce Favero ordonează șocurile fiscale, ultimele determinând funcția de reacție a politicii fiscale. *Cea de-a treia abordare* privind evaluarea șocurilor de politică fiscală este propusă de Blanchard și Perotti (2002) și are în vedere estimarea unui model de tip SVAR (vector autoregresiv structural). Ideea fundamentală a acestei metode de estimare este reprezentată de exploatarea lag-urilor de implementare ale politicii fiscale, pentru a identifica impactul șocurilor generate de politicile fiscale discreționare, în condițiile în care se consideră ipoteza potrivit căreia șocurile fiscale nu sunt afectate de variabilele macroeconomice. Metoda utilizată în această lucrare pentru estimarea multiplicatorilor fiscali se va baza pe abordarea propusă de Fatas și Mihov (2001), respectiv estimarea unui model de tip VAR, apoi a unor funcții de impuls răspuns prin utilizarea unei ordonări de tip Cholesky. Astfel, se va estima

un model VAR în formă redusă de tipul:

$$Y_t = C(L)Y_{t-1} + U_t$$

unde $Y_t = [T_t g_t y_t]'$, T_t reprezintă taxele nete în termeni reali, g_t cheltuieli guvernamentale reale, y_t produsul intern brut real. Toate variabilele sunt exprimate în logaritmi. C(L) este un polinom autoregresiv, în timp ce U_t desemnează un vector de reziduuri în formă redusă.

4.2. Datele utilizate

Datele folosite se referă la economia României în perioada 2000Q1-2012Q1 și se bazează pe metodologia ESA95. Utilizarea de date trimestriale este obligatorie, având în vedere numărul redus de observații, dar și considerând faptul că măsurile discreționare de politică fiscală sunt implementate pe parcursul a mai multe trimestre. Modelul VAR include trei variabile, respectiv taxele nete, cheltuielile guvernamentale și produsul intern brut. Definirea agregatului de venituri, denumit venituri nete, este compatibilă cu abordarea lui Blanchard și Perotti (2002), respectiv prin eliminarea transferurilor și a dobânzilor plătite din veniturile totale. Cheltuielile includ consumul guvernamental (în principal salarii și consum intermediar) și investiții guvernamentale. Diferența dintre cele două variabile este reprezentată de deficitul primar.

Variabilele sunt exprimate mai întâi în termeni reali, prin utilizarea deflatorului PIB, iar apoi sunt logaritmate. Specificația principală are în vedere determinarea răspunsului PIB la modificarea cheltuielilor guvernamentale, având în vedere potențialul stimulului fiscal provenit din utilizarea resurselor suplimentare generate de taxa pe tranzacții financiare. Specificații secundare vor fi estimate cu scopul estimării impactului stimulului fiscal asupra formării brute de capital fix. Elementul de interes este reprezentat de identificarea funcției de impuls răspuns determinată prin utilizarea unei ordonări de tip Cholesky.

4.3. Analiza empirică

Vectorul autoregresiv a fost estimat cu un lag, alegere bazată pe criterii informaționale, iar testele de robustețe au demonstrat validitatea modelului estimat. Efectele unui stimul fiscal de 1% din PIB pe un orizont de timp de un an asupra produsului intern brut și formării brute de capital fix, sunt descrise în tabelul 15, cu mențiunea că stimulul a acționat prin intermediul cheltuielilor bugetare.

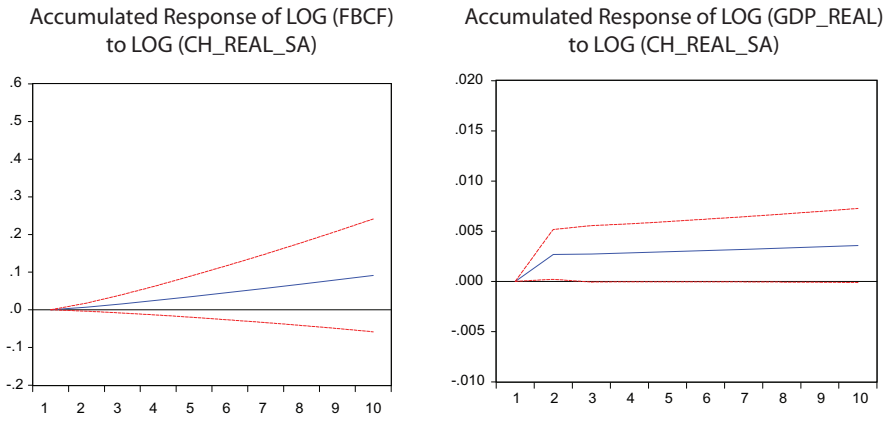
Tabelul 15 - Răspunsul la o majorare de 1% din PIB a cheltuielilor bugetare

Trimestru	Efect cumulat asupra PIB	Impact trimestrial asupra PIB	Efect cumulat asupra FBCF	Impact trimestrial asupra FBCF
1	0	0	0	0
2	0.083	0.083	0.229	0.229
3	0.168	0.085	0.528	0.299
4	0.257	0.089	0.854	0.326

Sursa: calcule proprii

Astfel, se poate observa faptul că o majorare a cheltuielilor bugetare cu 1% din PIB conduce, în termen de un an, la o creștere cumulată de 0,257% a PIB-ului real, dinamica fiind superioară în cazul formării brute de capital fix, aceasta crescând cu 0,85% din PIB. Prin urmare, investițiile sunt mai senzitive la stimuli fiscali; considerând un interval de timp mai lung, multiplicatorul este probabil supraunitar. De asemenea se poate observa că impactul trimestrial se situează aproximativ la același nivel, atât în cazul produsului intern brut, cât și în cazul formării brute de capital fix. Graficul 7 prezintă răspunsul PIB-ului real și a formării brute de capital fix la un șoc egal cu o deviație standard a cheltuielilor guvernamentale, aceste funcții de impuls răspuns fiind utilizate pentru determinarea multiplicatorilor fiscali.

Graficul 7 - Răspunsul acumulat al PIB și al FBCF la un șoc egal cu o deviație standard a cheltuielilor guvernamentale



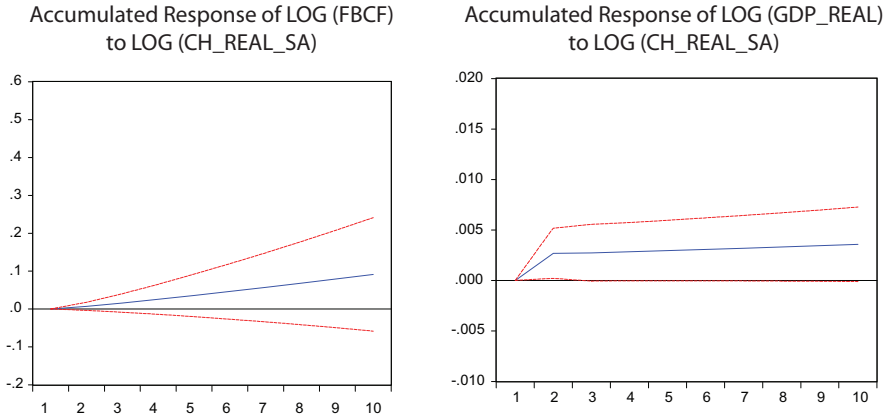
Sursa: calcule proprii

Considerând că toate resursele bugetare suplimentare, respectiv 1884 milioane de lei sau circa 0,3% din PIB (considerând un scenariu neutru) se vor constitui într-un stimul fiscal, impactul asupra creșterii economice, după un an de la implementare, va fi de aproximativ 0,07%. În contextul unui scenariu optimist legat de impactul bugetar în urma introducerii taxei pe tranzacții financiare, efectul asupra creșterii s-ar putea situa la circa 0,08% în timp ce un scenariu pesimist privind sumele colectate ar putea conduce la o creștere de 0,06%. Concluzionând, **efectul pozitiv asupra creșterii economice, ca urmare a implementării unui stimul fiscal din resursele suplimentare generate de taxa pe tranzacții financiare ar fi foarte mic și nu este de natură a recomanda introducerea taxei strict ca soluție de promovare a avansului economiei**. Mai mult, pentru a completa rezultatele analizei este necesar să se identifice și impactul negativ asupra dinamicii PIB-ului real generat de un eventual proces de dezintermediere financiară, ulterior introducerii taxei pe tranzacții financiare. Așa cum s-a arătat anterior, introducerea taxei pe tranzacții financiare va genera costuri suplimentare nete pentru sectorul financiar de 581 de milioane de lei, potrivit unui scenariu neutru, fapt care ar putea afecta solvabilitatea băncilor comerciale. Din dorința de a menține același nivel al solvabilității, instituțiile de credit au la dispoziție două variante: atragerea de capitaluri proprii, ipoteză puțin plauzibilă având în vedere contextul actual, sau reducerea expunerii nete, respectiv în limita nivelului capitalurilor proprii ulterior introducerii TTF. Considerând nivelul solvabilității de circa 14% din sectorul bancar românesc, o diminuare de 581 de milioane de lei a capitalurilor proprii ar putea conduce la o reducere a creditului acordat sectorului privat cu aproximativ 4,2 miliarde lei (aproximativ 2% din total credit neguvernamental). În continuare, pornind de la această ipoteză va fi evaluat efectul asupra creșterii economice, ca urmare a diminuării intermedierii financiare, cu impact direct asupra finanțării investițiilor din economie. Evaluarea relației dintre creșterea economică și dinamica creditului acordat sectorului privat va avea în vedere estimarea unui model de tip VAR și identificarea funcției de impuls răspuns determinată prin utilizarea unei ordonări de tip Cholesky. Vectorul autoregresiv a fost estimat cu două lag-uri, alegere bazată pe criterii informaționale, iar testele de robustețe au demonstrat validitatea modelului estimat. Graficul 8 prezintă răspunsul PIB-ului real la un șoc egal cu o deviație standard a creditului bancar.

Funcțiile de impuls-răspuns prezentate anterior furnizează cadrul cantitativ pentru determinarea multiplicatorului creditului. Efectele unui avans de 1% al creditului acordat sectorului privat asupra produsului intern brut pe un orizont de timp de un an sunt descrise în tabelul 16. Astfel, o majorare de 1% a creditului acordat sectorului privat va conduce la un avans economic de 0,12%. În contextul **reducerii creditării către sectorul privat cu aproximativ 2%,** ca urmare a intenției de menținere a aceluiași nivel al solvabilității, în pofida efectului

negativ asupra capitalurilor proprii ale băncilor exercitat de introducerea taxei pe tranzacții financiare, **efectul asupra creșterii economice va fi unul negativ, respectiv 0,24%**.

Graficul 8 - Răspunsul acumulat al PIB la un șoc egal cu o deviație standard a creditului sectorului privat



Sursa: calcule proprii

Tabelul 16 - Răspunsul PIB la o majorare de 1% a creditului acordat sectorului privat

Trimestru	Efect cumulat asupra PIB	Impact trimestrial asupra PIB
1	0	0
2	0.02	0.02
3	0.06	0.04
4	0.12	0.07

Sursa: calcule proprii

Efectul cumulat asupra avansului economic al introducerii taxei pe tranzacții financiare este negativ, respectiv **-0,17%**, canalul de transmisie aferent creditului privat fiind mai important decât stimulul fiscal aferent resurselor bugetare suplimentare generate de TTF. Procesul de dezintermediere financiară reprezintă un risc real în contextul introducerii noii taxe iar costurile în termeni de creștere economică par să depășească beneficiile. **Mai mult, în contextul unei scăderi economice de 0,17% veniturile bugetare ar putea înregistra o diminuare de circa 0,05% din PIB** (aproximativ 300 de milioane de lei), **urmare**

efectelor de rundă a doua. Astfel, impactul bugetar pozitiv se va diminua de la 1,9 miliarde de lei la 1,6 miliarde de lei.

Față de rezultatele studiului de impact, considerăm că **efectele asupra avansului economic sunt comparabile cu nivelul costului mediu la nivelul UE al introducerii cerințelor prudențiale Basel III** (-0,16 la sută din PIB-ul UE). **Deși efectele bugetare sunt ușor pozitive**, noua taxă pe tranzacții financiare poate contribui doar marginal la formarea resurselor financiare ale statului, înregistrând o dimensiune relativ redusă prin raportare la produsul intern brut. **Efectul cumulat asupra creșterii economice depinde, însă, în mod determinant de multiplicatorul creditului și nivelul de stabilitate financiară**. Totodată, lipsa unui acord între toate statele membre face ca economia așteptată din reducerea contribuției la bugetul UE să nu se materializeze, reducând beneficiul net al bugetului de stat la mai puțin de 0,1 la sută din PIB. În acest context, stimulul fiscal ar genera doar aproximativ 0,03 la sută creștere economică, iar efectul total la nivelul economiei reale ar coborî la -0,21 la sută. Astfel, *efectele de rundă a doua asupra bugetului ar echivala cu o comprimare a veniturilor bugetare din impozitele și taxele curente de 0,4 mld lei*.

Capitolul V. Impactul TTF asupra stabilității financiare în România

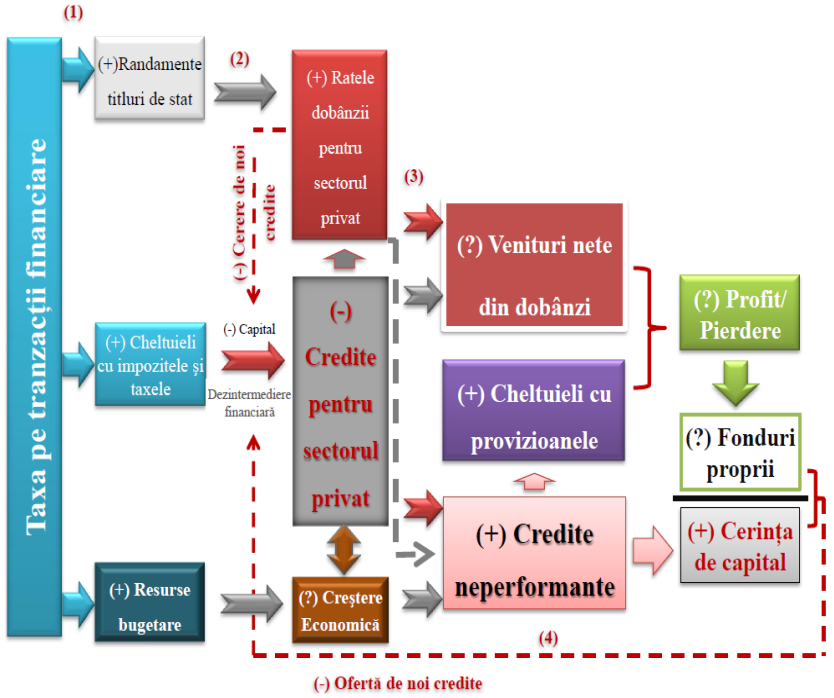
5.1. Cadrul metodologic

Impactul TTF asupra stabilității financiare este evaluat prin intermediul **efectelor de preț și de volum la nivelul intermedierii financiare,** atât asupra mărimii **creditelor neperformante**, cât și asupra **veniturilor nete din dobânzi**. Cel de-al treilea canal este reprezentat de **efectul de rundă a doua privind creșterea economică**. Această ultimă componentă are la bază rezultatele secțiunii anterioare și este relevantă pentru dimensionarea evoluției capacității de rambursare a creditelor bancare, urmare presupusei aplicări a taxei pe tranzacțiile financiare. Mecanismul de transmisie a TTF asupra calității portofoliului de credite și contului de profit și pierdere cuprinde trei stadii (a se vedea figura 3). În plus, o a patra etapă a fost considerată pentru a evidenția efectele de reacție inversă dinspre dinamica creditelor neperformante către dinamica creditării.

Prima etapă a mecanismului de transmisie **corespunde impactului** introducerii TTF **asupra randamentelor titlurilor de stat, datoriilor instituțiilor de credit față de bugetul de stat** și, nu în ultimul rând, asupra **spațiului fiscal**. Dimensiunile efectelor din această etapă au fost evaluate în capitolul precedent. *A doua etapă* **reflectă efectele ulterioare asupra ratelor de dobândă practicate în relația cu clienții din sectorul privat**, precum și **asupra ritmului creditării**. În primul caz se presupune, mai întâi, translația integrală a plusului de dobândă către rata ROBOR 3M, pe considerentul că randamentul titlurilor de stat reprezintă dobânda fără risc pentru activitățile financiare autohtone.

Modificarea dobânzilor interbancare se reflectă, apoi, în diferite proporții, conform evaluării econometrice, în dinamica ratelor de dobândă la creditele și depozitele denominate în monedă locală. În al doilea caz este considerată contracția creditului față de sectorul privat, determinată ca efect al dezintermedierii inițiale, conform evaluării econometrice. Aceste variabile afectează mai departe (în cadrul celei de-a treia etape), atât **veniturile nete din dobânzi**, cât și **calitatea portofoliului de credite** (*a treia etapă*).

Figura 3 - Mecanismul de transmisie și efectul de reacție inversă



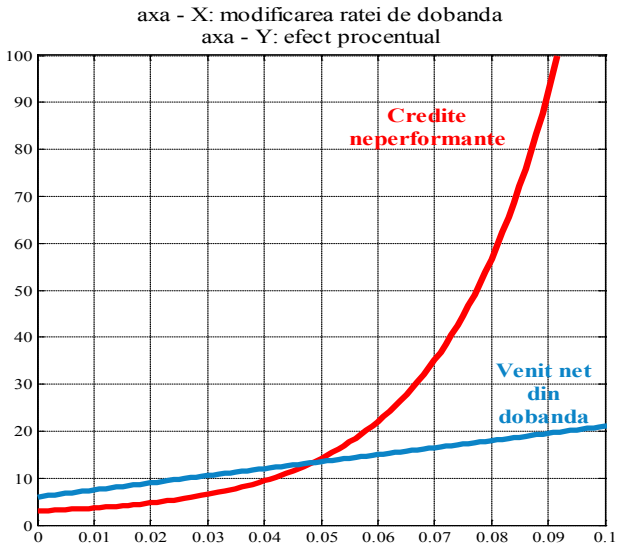
Evoluția creditelor neperformante determină dinamica cheltuielilor cu provizioanele într-un raport de unu la unu, având în vedere menținerea gradului de acoperire cu provizioane în proximitatea nivelului de 100 la sută pe întreaga perioadă ce a urmat declanșării crizei financiare internaționale (BNR-RSF 2012/ pag. 64). Totodată, **efectele de reacție inversă dinspre deteriorarea solvabilității către fluxul de credite noi** pentru sectorul privat au fost considerate, de asemenea (*etapa a patra*).

Reacția creditelor neperformante la modificări ale ratelor de dobândă este exprimată printr-o funcție exponențială (a se vedea graficul 9). În acest sens, pornim de la presupunerea potrivit căreia două modificări consecutive echivalente ale ratelor de dobândă la credite generează efecte crescătoare[13]. Soluția metodologică utilizată în acest sens este similară cu abordarea lui Virolainen (2004), ce dezvoltă modelul condițional de risc de credit propus de Wilson (1998). Această abordare este eligibilă din perspectiva raționamentului economic care statuează că relația

[13] Dimensiunea celui de-al doilea impact este superioară primului, deși modificarea ratei de dobândă este aceeași în ambele cazuri.

dintre ratele de neperformanță a creditelor bancare și contextul economic prezintă o formă neliniară (**Boss**, 2002; **Fiori** et al., 2007; **Jakubik** and **Schmieder**, 2008).

Graficul 9 – Provizioane versus venituri nete din dobânzi, pe fondul unor r ate de dobândă în creștere



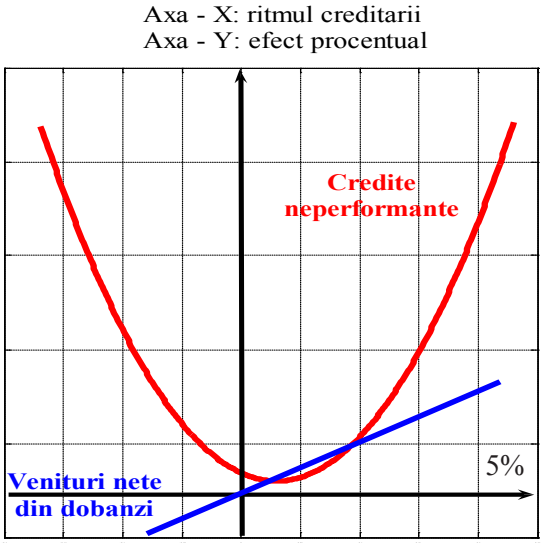
Notă: Exemplu teoretic utilizând funcția exponențială pentru dinamica provizioanelor și o reprezentare liniară pentru veniturile nete din dobânzi.

De altfel, modelul conceptual al mecanismului de previziune a calității activelor se bazează pe ipoteza potrivit căreia relația funcțională dintre variabila endogenă și setul de indicatori explicativi este descrisă de funcția exponențială, fie că avem în vedere venitul salarial mediu sau creșterea economică. Relația funcțională dintre dinamica veniturilor nete din dobânzi și cea a ratelor de dobândă este considerată liniară. Teoria economică indică o legătură pozitivă în acest sens. Argumentul care stă la baza acestui raționament este acela că băncile decid ajustarea ratelor de dobândă la credite, sperând să compenseze efectele creșterii cheltuielilor cu provizioanele printr-un venit net din dobândă superior. Totuși, această teză nu este întotdeauna validă.

Atunci când modificarea ratei dobânzii este de peste cinci puncte procentuale, efectul net asupra profitabilității instituțiilor de credit este negativ, pe fondul unei creșteri mai mari a cheltuielilor cu provizioanele decât a veniturilor nete din dobânzi. Mai mult decât atât, în funcție de particularitățile structurii de finanțare

a sectorului bancar, cheltuielile cu dobânzile pot crește mai mult decât reușesc veniturile din dobânzi. Asemenea rezultate au fost înregistrate pe parcursul crizei financiare internaționale în cazul instituțiilor de credit supra-expuse față de piața interbancară. Când ponderea resurselor interbancare în bilanț este ridicată, senzitivitatea cheltuielilor cu dobânzile la ajustări ale marjelor de risc este, în general, mai ridicată decât cea a veniturilor din dobânzi. În plus, atunci când competiția este ridicată, atât pentru atragerea resurselor disponibile ale sectorului privat, cât și pentru refinanțarea debitorilor cu capacitate de rambursare, ajustările în nivelul ratelor de dobândă la depozite pot deveni mai ample decât cele pentru credite, punând presiune descendentă pe veniturile nete din dobânzi. Reacția creditelor neperformante la modificări ale ritmului creditării este exprimată printr-o funcție pătratică (a se vedea graficul următor). Soluția metodologică utilizată în acest sens are la bază simetria efectului nociv al deviației ritmului creditării de la nivelul său sustenabil asupra calității activelor bancare în timp (**Jakubik & Moinescu,** 2012).

Graficul 10 – Provizioane versus venituri nete din dobânzi, în funcție de dinamica creditării



Notă: Exemplu teoretic utilizând funcția pătratică pentru dinamica provizioanelor și o reprezentare liniară pentru veniturile nete din dobânzi.

Alegerea legăturii funcționale sub formă pătratică pornește de la observația că atât explozia creditării,[14] cât și dezintermedierea financiară sunt dăunătoare dezvoltării economice și calității portofoliilor bancare.

În același timp, relația funcțională dintre dinamica veniturilor nete din dobânzi și cea a ritmului creditării este considerată liniară și pozitivă, veniturile din dobânzi depinzând direct proporțional de evoluția portofoliului de credite. Pentru asigurarea unei cuantificări robuste a impactului introducerii TTF asupra stabilității financiare, cadrul operațional presupune realizarea unui satelit financiar simplificat care permite modelarea simultană a indicatorilor de performanță bancară cu evoluția ratelor de dobândă practicate în relația cu sectorul privat și dinamica creditării. Sistemul corespunzător de ecuații este prezentat în relația următoare.

$$\begin{cases} \Delta RD_t = \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1i} \times \Delta M_{t\pm l_{1i}} + \sum_{j=1}^{m} \beta_{11j} \times \Delta B_{t\pm l_{1j}} + \varepsilon_{RD} \\ \Delta CNP_t = \theta \times \Delta CNP_{t-1} + \sum_{k=1}^{m} \beta_{2k} \times e^{\Delta B^{k}_{t-a4}} + \sum_{j=1}^{p} \alpha_{2j} \times e^{\Delta M^{j}_{t-c4}} + \gamma_2 \times \left(\Delta CSP_{t-8} - k\right)^2 + \varepsilon_{NPL} \\ \Delta VND_t = \sum_{k=1}^{m} \beta_{3k} \times \Delta(B^{k}_{t}) + \delta \times \Delta CSP_{t-1} \times \Delta IPC_{t-1} + \varepsilon_{VND} \\ \Delta PIB_t = \alpha_{41} \times \Delta L_{t-l} + \alpha_{42} \times \Delta K_{t-l} + \beta_4 \times \Delta BS_{t-j} + \gamma_{41} \times \Delta CSP^2{}_{t-l_1} + \gamma_{42} \times \Delta CSP_{\ t-l_1} + \varepsilon_{PIB} \\ \Delta CSP_t = \sum_{i=1}^{n} \alpha_{5i} \times \Delta M_{t\pm l_{5i}} + \sum_{j=1}^{m} \beta_{5j} \times \Delta B_{t\pm l_{1j}} + \varepsilon_{CSP} \end{cases}$$

Prima ecuație a sistemului structurează forma funcțională a blocului ratelor de dobândă practicate în relația cu sectorul privat. În acest cadru au fost incluse câte o ecuație pentru dobânzile interbancare (Robor 3m), dobânzile la credite și, respectiv la depozitele denominate în lei. Alături de prima de risc suveran, au fost luate în considerare, în calitate de factori determinanți, atât variabile bancare (B), cât și indicatori macroeconomici (M). Următoarea ecuație reprezintă funcția explicativă pentru dinamica ratei creditelor neperformante (CNP), în cadrul căreia indicatori ai dinamicii macroeconomice (precum venitul mediu

[14] Dinamica creditului bancar în economie este apreciată drept un barometru al stabilității sectorului bancar, deopotrivă de investitori, membri ai mediului academic sau bănci centrale (**IMF**, 2004, **Jordà** et al, 2010). Creșterea rapidă a finanțărilor bancare poate însemna deteriorare în timp a calității activelor, fenomen dezvăluit de caracterul tranzitoriu al unei creșteri economice îmbietoare, în condițiile acumulării de vulnerabilități externe considerabile. Această legătură statistică a fost validată prin metode econometrice la nivelul a mai multe studii de specialitate în domeniul sistemelor de avertizare timpurie (**Demirgüç-Kunt** and **Detragiache,** 1999; **Eichengreen** and **Arteta**, 2000; **Hutchinson**, 2002; **Beck** et al., 2005; **Jimenez** and **Saurina**, 2006; **Cihak** and **Shaeck**, 2007).

brut sau creșterea economică) se compun cu variabile bancare (precum rata dobânzii la credite sau abaterea pătratică a ritmului creditării de la nivelul său potențial). Ecuația a treia modelează dinamica veniturilor nete din dobânzi (VND), exclusiv pe baza unor variabile bancare, integrând modificări ale ratelor de dobândă cu evoluția volumului creanțelor față de sectorul privat (exprimat în prețuri curente). Ecuația numărul patru descrie funcția de producție folosind un model de tip *Cobb-Douglas* modificat, pentru a surprinde rolul creditării și a stimulului fiscal asupra creșterii economice. Cea de-a cincea și ultima ecuație a sistemului structurează forma funcțională a dinamicii creditării (**Moinescu și Codirlașu**, 2012), folosind ca variabile exogene indicatori macroeconomici (precum creșterea economică, venitul mediu din economie sau prima de risc suveran) alături de criterii bancare (precum dinamica creditelor neperformante, gradul de concentrare a pieței creditului, evoluția ratei ROBOR sau a veniturilor nete din dobânzi). Presupunem relații liniare, iar variabilele dependente încorporează atât informații despre evoluții istorice, cât și despre așteptări ($t \pm 1$), cu excepția ecuației privind creditele neperformante unde a fost folosită transformarea exponențială.[15] Totodată, în timp ce legătura dintre dinamica cheltuielilor guvernamentale și evoluția produsului intern brut este considerată liniară, cea dintre ritmul creditării și formarea valorii adăugate în economie este reprezentată prin intermediul unui polinom de gradul doi. Forma funcțională a modelelor captează atât elementele față de care băncile au un comportament proactiv/anticipativ, cât și indicatori față de care băncile se manifestă reactiv/adaptiv. Așteptările privind evoluția variabilelor cheie sunt considerate raționale pe termen scurt (până la un an, astfel încât $b_i, d_i \in \overline{1...4}$), în timp ce întârzierea în timp a impactului este considerată până la doi ani ($a_i, c_i \in \overline{0...8}$).

Impactul individual al factorilor determinanți asupra evoluției simultane a variabilelor dependente este studiat pe baza diferențelor de ordinul întâi (cu pas trimestrial), tehnica de estimare folosită fiind metoda Seemingly Unrelated Regression (SUR), propusă de **Arnold Zellner** in 1962. Aceasta soluție îmbunătățește eficiența estimării, în contextul în care corelația semnificativă dintre variabilele dependente ale sistemului de ecuații poate induce o corelație ridicată a termenilor de eroare. Metoda SUR reprezintă o generalizare a modelului liniar de regresie ce implică câteva ecuații de regresie, fiecare având propria variabilă dependentă și eventual seturi distincte de variabile exogene. Un astfel de model poate fi estimat ecuație cu ecuație folosind abordarea standard a celor mai mici pătrate (OLS). Asemenea estimatori sunt consistenți, dar nu la fel de eficienți precum în cazul metodei SUR, care se ridică la nivelul de *feasible generalized least squares* (FGLS) cu o formă specifică a matricei varianță-

[15] Mai puțin în cazul abaterii pătratice a ritmului creditării de la nivelul său natural, ce urmează a fi identificat în urma analizei empirice preliminare.

covarianță. Estimarea modelului SUR folosind metoda FGLS reprezintă o procedură în doi pași, unde primul reprezintă rularea regresiei pe baza celor mai mici pătrate. Reziduurile acestei regresii sunt utilizate în estimarea elementelor matricei Σ: $\hat{\sigma}_{ij} = \frac{1}{T}\hat{\varepsilon}_i'\hat{\varepsilon}_j$. În al doilea pas, este rulată o regresie cu metoda celor mai mici pătrate generalizată folosind matricea de varianță $\hat{\Omega} = \hat{\Sigma} \otimes I_T$. Rezultatul este următorul: $\hat{\beta} = \left[X'\left(\hat{\Sigma}^{-1} \otimes I_T\right)X\right]^{-1} X'\left(\hat{\Sigma}^{-1} \otimes I_T\right)y$. Acest estimator este nedeplasat în eșantioane mici presupunând termenii de eroare ε_{it} sunt simetric distribuiți. În eșantioane largi, însă, estimatorul este consistent și normal asimptotic cu distribuția limitată $\sqrt{T}(\hat{\beta} - \beta) \xrightarrow{d} \mathcal{N}\left(0, \left(\frac{1}{T}X'(\Sigma^{-1} \otimes I_T)X\right)^{-1}\right)$.

Procedura de estimare urmează abordarea descrisă de figura 3 și constă într-o abordare de tip *backward*. Satelitul financiar astfel creat este apoi utilizat pentru evaluarea impactului simultan al celor trei factori de risc principali generați de ipotetica aplicare a TTF, respectiv:

1. majorarea ratei dobânzii interbancare prin translatarea integrală a plusului de randament cerut de investitorii în titluri de stat (+0,1 la sută);

2. dinamica negativă a capitalului bancar și dezintermedierea cauzată de necesitatea menținerii solvabilității;

3. comprimarea creșterii economice, pe fondul unui rezultat net negativ între efectele multiplicatoare ale stimulului fiscal generat de îmbunătățirea situației bugetului de stat ulterior taxării tranzacțiilor financiare și efectul reducerii finanțării economiei pe canalul solvabilității, respectiv dezintermediere pentru reducerea cerinței de capital la valoarea fondurilor proprii după aplicarea cheltuielilor suplimentare aferente TTF.

Impactul asupra rezultatului exercițiului (profit sau pierdere) se compune din efectul privind modificarea veniturilor din dobânzi plus cheltuielile suplimentare cu provizioanele, la care se adaugă și plusul de venituri din operațiunile cu titluri de stat.

$$RE_{TTF} = \Delta VND_{TTF} + \Delta PROVIZION_{TTF} + \Delta VD_Titluri_{TTF}$$

Cheltuielile cu provizioanele se obțin din multiplicarea sporului ratei creditelor neperformante cu stocul de credite acordate sectorului privat, în condițiile în care gradul mediu de provizionare în sistemul bancar românesc se află în proximitatea nivelului de 100 la sută.

$$\Delta PROVIZION_{TTF} = \Delta CNP_{TTF} \times CPS$$

În același timp, deteriorarea calității portofoliului de credite conduce la majorarea cerinței de capital. Valoarea cerinței de capital după aplicarea

scenariului central se obține prin multiplicarea cerinței de capital dinaintea rulării exercițiului de stres cu raportul dintre nivelul cerinței prin metoda IRB după șoc și nivelul acesteia înainte de șoc.

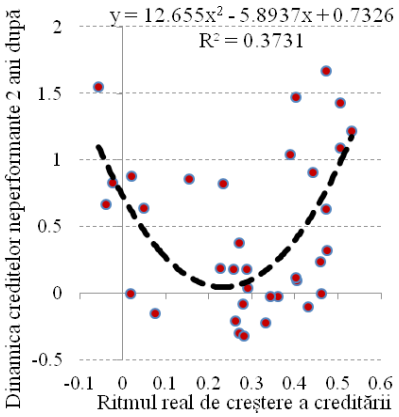
$$K_{TTF} = K \times \frac{RWA_IRB_{TTF}}{RWA_IRB}$$

Efectul de reacție adversă generat de noua valoare a ratei de solvabilitate este determinat de necesarul de active ponderate la risc ce trebuie eliberat pentru menținerea capitalizării în proximitatea nivelului inițial.

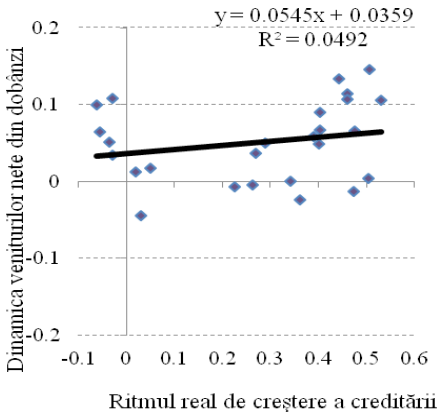
5.2 Datele utilizate

Analiza empirică folosește informații cu frecvență trimestrială din perioada Q4 2003 – Q4 2011. Sursa datelor este reprezentată de: (A) Bloomberg – prima de risc suveran (CDS 5YRomânia); (B) INS – factori macroeconomici (creșterea economică, venitul mediu brut); (C) BNR – indicatori de stabilitate financiară (rata creditelor neperformante, veniturile nete din dobânzi), rata dobânzii de politică monetară, ratele active și pasive ale dobânzii (pentru instrumentele denominate în lei), creditul neguvernamental. Deoarece, conform semnificației economice și testelor statistice (ADF și Phillips-Perron), toate seriile de date au fost considerate nestaționare, integrate de ordinul I, staționarizarea lor s-a realizat prin primă-diferențiere. Prezentarea detaliată a factorilor determinanți și ecuațiile corespunzătoare se regăsesc în anexa 1. Una dintre relațiile funcționale critice pentru structura satelitului financiar este reprezentată de tipologia legăturii dintre dinamica creditului și calitatea portofoliului bancar. Observația empirică fundamentală în acest sens este exprimată de faptul că situațiile în care finanțarea sectorului privat este precară sau excesivă sunt însoțite, la un an distanță, de majorări ale ponderii creditelor neperformante (a se vedea graficul 11), în timp ce evoluțiile moderate de creditare sunt benefice în termenii costului riscului de credit.

Graficul 11 – Relația dintre ritmul creditării și riscul de credit doi ani mai târziu



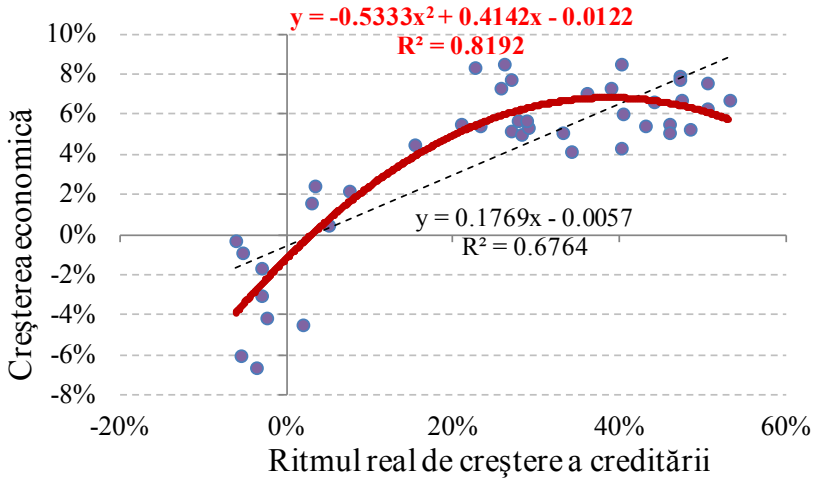
Graficul 12 – Relația dintre ritmul creditării și veniturile nete din dobânzi



Sursa: BNR, calcule proprii

Rezultatele statistice preliminare privind relația empirică dintre creșterea creditului și dinamica riscului de credit la un an mai târziu arată că ipoteza existenței unei forme funcționale pătratice ar putea fi justificată pentru a descrie interacțiunea de mai sus, minimul funcției fiind de circa 0,2. În același timp, analiza corelației dintre dinamica creditului și cea a veniturilor nete din dobânzi este ușor pozitivă, confirmând ipoteza teoretică utilizată în acest sens (a se vedea graficul 12). Intensitatea relației este, însă, una slabă, ceea ce sugerează că ritmurile înalte ale creditării generează niveluri reduse ale rezultatului din dobânzi, probabil, pe fondul unei politici de finanțare a majorării bilanțului bazată pe împrumuturi interbancare, care, în perioadele cu turbulențe financiare antrenează cheltuieli cu dobânzile considerabile. A doua categorie critică de relații funcționale ale satelitului financiar vizează creșterea economică. Evaluarea preliminară a caracteristicilor relației dintre dinamica creditului către sectorul privat și formarea valorii adăugate brute în economie sugerează că ecuația de legătură are, cel mai probabil, o structură polinomială de ordinul doi, iar intervalul de impact este instantaneu (a se vedea graficul 13).

Graficul 13 – Relația dintre ritmul creditării și creșterea economică

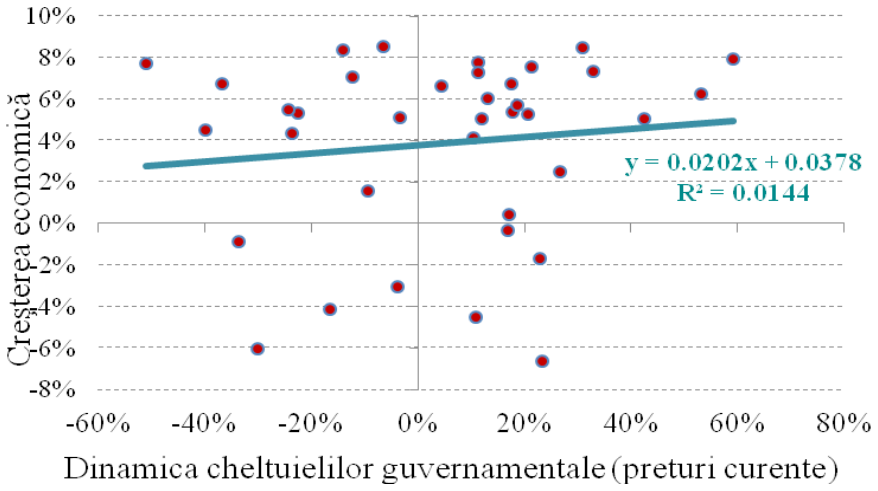


Sursa datelor: BNR, calcule proprii

Astfel, o evoluție pozitivă a creditului acordat sectorului privat în trimestrul curent va conduce la majorarea avansului economic în aceeași perioadă, însă senzitivitatea creșterii economice la fluxul de noi credite pare să evolueze după tipologia curbei Laffer din domeniul fiscal. Creșterea economică evoluează pozitiv odată cu sporul creditării, până la un maxim de aproximativ șapte la sută, după care dinamica se inversează, creșterea economică înregistrând valori din ce în ce mai mici, deși ritmul creditării continuă să crească. Segmentul descendent al relației dintre creșterea economică și ritmul creditării evidențiază ceea ce teoria economică avertizează în legătură cu riscurile amplificării dezechilibrelor macroeconomice asociate creditării excesive. Într-un asemenea context, finanțarea bancară degenerează în majorarea decalajului dintre cererea și oferta de bunuri din economie, conducând la creșteri generalizate de prețuri, atât pentru bunurile de consum, cât și la nivelul valorii activelor financiare și nefinanciare, precum și la adâncirea deficitului de cont curent, în detrimentul formării durabile de valoare adăugată în economie.

În același timp, relația dintre dinamica cheltuielilor guvernamentale și creșterea economică este, cel mai probabil, liniară (a se vedea graficul de mai jos), testele de calibrare a intervalului de impact sugerând o perioadă de circa unu-două trimestre.

Graficul 14 - Relația dintre creșterea economică și cheltuielile guvernamentale cu jumătate de an înainte



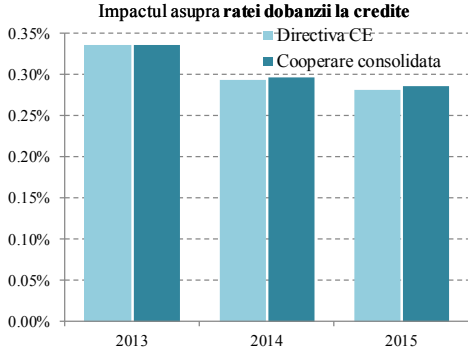
Sursa datelor: INS, BNR, calcule proprii

Rezultatele sugerează o elasticitate relativ modestă a formării valorii adăugate brute în economie la modificări ale nivelului cheltuielilor guvernamentale. Astfel, o creștere cu un procent a alocărilor publice va conduce la majorarea avansului economic cu 0,02 procente a produsului intern brut. Analiza empirică preliminară a fost completată de o evaluare univariată a conținutului informațional al fiecărei variabile considerate. În acest sens, au fost testate până la 4 laguri pentru factorii care își produc efectele cu întârziere asupra variabilelor endogene și până la 4 lead-uri pentru acei factori pentru care anticipațiile sunt cele care influențează dinamica curentă a variabilelor dependente. Urmare a rezultatelor univariate, a fost constituită lista scurtă de factori determinanți ce urmează a fi incluși în analiza multivariată. Studierea impactului potențial este realizată atât în baza scenariului privind adoptarea proiectului de directivă, cât și în baza celui privind procedura cooperării consolidate. **Diferența dintre cele două scenarii este dată de dimensiunea distinctă a stimulului fiscal generat**, în condițiile în care ipoteza economiei de resurse din contribuția României la BUE nu este fezabilă în cazul celui de-al doilea scenariu. Astfel, dacă în eventualitatea adoptării proiectului de directivă efectul direct evidențiază o îmbunătățire anuală de cca. 1,88 mld. lei a situației finanțelor publice, în cel de-al doilea scenariu, efectul direct este de aproximativ 0,58 mld. lei, în conformitate cu evaluarea prezentată în cadrul secțiunii anterioare.

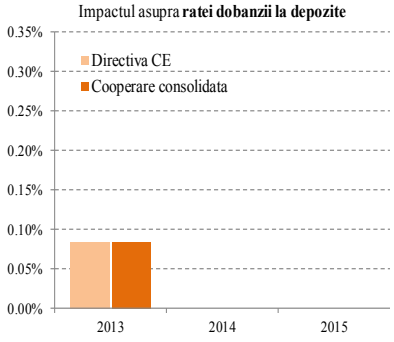
5.3. Analiza empirică

Obiectivul operațional urmărit în această secțiune este acela de a structura forma funcțională a relației de determinare dintre creșterea economică, dinamica creditării și majorarea dobânzilor la titlurile de stat, pe de o parte, și calitatea portofoliului de credite și veniturile nete din dobânzi, pe de altă parte. Cadrul de transmisie include, totodată, ecuații de legătură privind ratele dobânzii la creditele în sold și la depozitele clienților nefinanciari. Procedura de selecție multivarită a urmat abordarea descrisă în secțiunea 5.1. Astfel, variabilele selectate după analiza univariată au fost introduse în procedura *backward*. Complexitatea satelitului financiar este exprimată de numărul apreciabil de relații bidirecționate dintre variabilele dependente, precum cea dintre ritmul creditării și majoritatea celorlalte componente ale sistemului de ecuații, respectiv creșterea economică, dinamica creditelor neperformante, modificarea ratei dobânzii la creditele în lei sau evoluția veniturilor nete din dobânzi. Doar modificarea ratei dobânzii la depozite nu este parte a acestui fenomen, principalul determinant al dinamicii acesteia fiind variația dobânzii interbancare ROBOR pentru scadența de trei luni. Notabile sunt și conectivitățile reciproce dintre rata dobânzii la creditele în lei, pe de o parte, și rata creditelor neperformante, respectiv veniturile nete din dobânzi, pe de altă parte. Pentru a controla robustețea estimărilor, coeficienții tuturor regresiilor au fost calculați folosind metoda SUR. Rezultatul estimărilor este disponibil în anexa 2.

Graficul 15 - Impactul asupra reperelor de preț ale intermedierii financiare



Sursa: estimări ale autorilor



Sursa: estimări ale autorilor

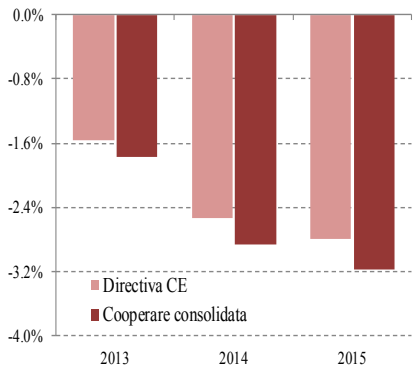
Rularea satelitului financiar în baza scenariilor prezentate în secțiunea anterioară a **confirmat așteptările privind majorarea costurilor intermedierii financiare**, în special pe componenta ratei dobânzii la credite (a se vedea graficul 15), ulterior implementării taxei pe tranzacții financiare.

În timp ce fructificarea depozitelor s-ar îmbunătăți cu doar 0.085 puncte procentuale exclusiv în primul an de la eventuala aplicare a taxării tranzacțiilor financiare, costurile cu dobânda pentru debitorii din sectorul privat s-ar majora cu aproximativ 0.3 puncte procentuale anual, pe fondul suplimentării primelor de risc ce ar urma să fie cerute de bănci în condițiile creșterii ratei creditelor neperformante și a comprimării stocului de credite. Analiza empirică sugerează, totodată, că scenariul privind procedura de cooperare consolidată ar genera un efect asupra reperelor de preț ale intermedierii financiare ușor marginal superior față de cel aferent scenariului privind proiectul de directivă a CE. Diferențe notabile sunt identificate, însă, în termenii creșterii economice și a ritmului creditării.

Studiul de impact confirmă, de asemenea, **efectul major al taxării tranzacțiilor financiare asupra creditării sectorului privat**. Achitarea TTF, similară cu o contracție a VND ca impact economic, ar pune presiune descendentă pe oferta de credit, acționând în sensul **dezintermedierii bancare** (a se vedea graficul 16). Contracția stocului de credite față de scenariul de bază este estimată la **aproximativ doi la sută anual,** pentru intervalul de analiză (2013-2015). Dinamica nefavorabilă se accentuează, însă, către sfârșitul intervalului, iar ipoteza intrării într-o spirală vicioasă a dezintermedierii financiare nu poate fi eliminată.

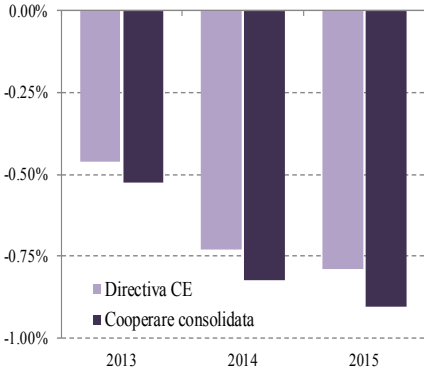
Fenomenele ce însoțesc comprimarea finanțării bancare sunt critice pentru formarea valorii adăugate brute (a se vedea graficul 17). În condițiile în care efectul de redistribuire aferent situației temporar îmbunătățite a bugetului de stat este relativ modest, pe fondul atât a unei elasticități reduse a PIB față de cheltuielile guvernamentale, cât și a volumului limitat de resurse ce ar fi eliberat de aplicarea TTF, **economia ar urma să intre în teritoriu negativ.** Impactul estimat, conform scenariului privind proiectul directivei CE, arată **adâncirea contractării activității economice** față de scenariul de bază cu valori de la aproximativ 0,5 procente în primul an de la introducerea TTF la circa 0,8 procente în al treilea an de aplicare. Severitatea impactului crește cu aproximativ zece la sută în cel de-al doilea scenariu, în condițiile în care stimulul fiscal acordat economiei ar fi de trei ori mai redus decât în cazul adoptării proiectului de directivă.

Graficul 16 - Efectele asupra dinamicii creditării



Sursa datelor: estimări ale autorilor

Graficul 17 - Consecințele asupra formării valorii adăugate în economie



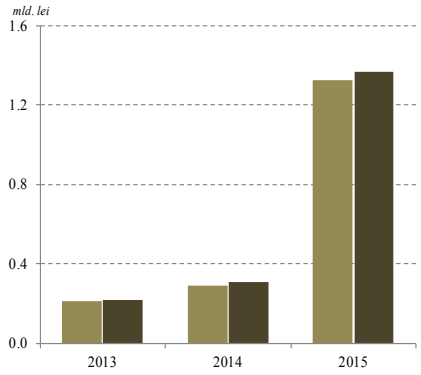
Sursa datelor: estimări ale autorilor

Dinamica economică negativă afectează, la rândul ei, capacitatea de rambursare a debitorilor, declanșând majorarea cheltuielilor cu provizioanele. Presiuni suplimentare majore asupra profitabilității instituțiilor de credit apar pe canalul dezintermedierii financiare, în condițiile în care comprimarea cu aproximativ 1,6 la sută a stocului de credite în anul 2013 antrenează un salt al cheltuielilor cu provizioanele doi ani mai târziu, echivalent cu un multiplu de patru față de valoarea ce ar urma să fie înregistrată în anul 2014. În total, impactul prin provizioane se ridică la o valoare cumulată în decurs de trei ani de aproximativ 1,75 mld. Lei,[16] inclusiv pe fondul înrăutățirii serviciului datoriei debitorilor, urmare a creșterii ratei dobânzii la credite (a se vedea graficul 18).

Îngrijorări suplimentare apar și din zona veniturilor nete din dobânzi. Deși în primii doi ani ai analizei efectul introducerii TTF este ușor pozitiv, evoluția veniturilor nete din dobânzi devine puternic negativă în al treilea an (a se vedea graficul 19). În aceste condiții, rezultatul agregat ajunge în teritoriu negativ, pierderea de venituri nete din dobânzi fiind de aproximativ 30 milioane lei în cazul scenariului privind directiva CE, respectiv 50 milioane lei în cazul scenariului privind procedura cooperării consolidate. Principalul factor nociv la adresa puterii de câștig a instituțiilor de credit este tocmai contracția stocului de credite. Un impact negativ, însă semnificativ redus, îl generează și creșterea ratei dobânzii la depozite. Aceste efecte sunt, totuși, compensate parțial de creșterea dobânzilor interbancare.

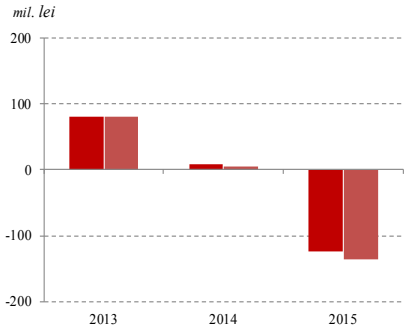
[16] Ceea ce reprezintă aproximativ un sfert din fluxul de provizioane înregistrat pentru perioada iunie 2011 - iunie 2012.

Graficul 18 - Impactul asupra cheltuielilor cu provizioanele



Sursa datelor: estimări ale autorilor

Graficul 19 - Consecințele asupra veniturilor nete din dobânzi

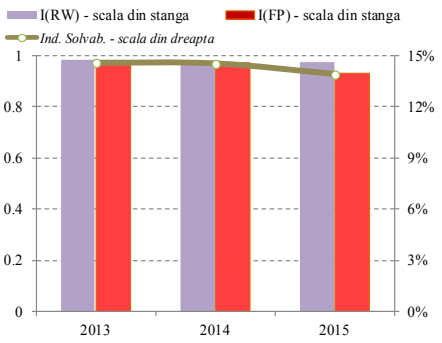


Sursa datelor: estimări ale autorilor

Impactul net negativ asupra rezultatelor financiare ale instituțiilor de credit ar urma să totalizeze, în perioada analizată, circa 3.5 mld. lei, luând în considerare efectul direct generat de achitarea TTF, respectiv 1,74 mld. lei. Comprimarea fondurilor proprii (I(FP)) este însoțită de o ajustare proporțională a activelor ponderate la risc prin restructurarea bilanțului băncilor (I(RW)), astfel, încât rata de adecvare a capitalului se reduce doar marginal (a se vedea graficul 20).

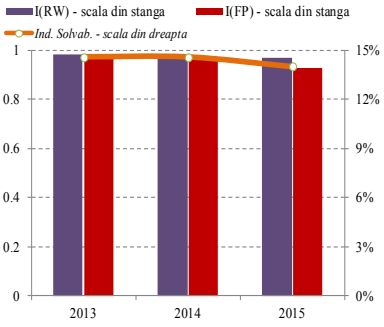
Graficul 20 - Impactul asupra adecvării capitalului

Scenariul 1: Directiva CE



Sursa datelor: estimări ale autorilor

Scenariul 2: Cooperare Consolidată



Sursa datelor: estimări ale autorilor

Atât timp cât sursele profitabilității nu se vor regenera, iar factorii care asigură capacitatea de rambursare a creditelor nu se vor ameliora, impactul TTF asupra capitalizării instituțiilor de credit va degenera într-o dezintermediere bancară accentuată. În acest context, fluxul de credite noi va fi într-atât de mult

restricționat, încât economia se va contracta și mai mult, iar veniturile bugetare din impozitele și taxele curente vor scădea considerabil (a se vedea tabelul 17).

Tabelul 17 - Impactul TTF asupra bugetului, creșterii și sistemului bancar

	BUGET (% în PIB)	CREȘTERE ECONOMICĂ (%)	CAPITALIZARE SISTEM BANCAR (% în capital)
2013	0.147/-0.083	-0.463/-0.524	-2.252/-2.275%
2014	0.041/-0.187	-0.728/-0.823	-2.648/-2.737%
2015	-0.004/-0.223	-0.787/-0.902	-6.413/-6.583%
TOTAL	**0.184/-0.492**	**-1.965/-2.232**	**-11.3%/-11.6%**

Sursa datelor: estimări ale autorilor

La doi ani după eventuala introducere a TTF, **impactul net asupra situației finanțelor publice ar trece în teritoriu negativ**, pe fondul comprimării veniturilor din taxele și veniturile curente. Accentuarea dinamicii descendente a economiei, în condițiile adâncirii dezintermedierii financiare, afectează valoarea contribuțiilor la bugetul general consolidat al statului, riscând declanșarea unei spirale vicioase între riscul suveran și riscul de credit. **Situația finanțelor publice ar fi chiar mai problematică în scenariul procedurii cooperării consolidate**. Absența degrevării parțiale a resurselor bugetare pentru capitolul privind contribuția României la Bugetul UE, ar reduce la o treime fondurile disponibile pentru realizarea stimulului fiscal, accentuând declinul veniturilor ce ar urma să fie colectate din taxele și impozitele curente, pe fondul adâncirii scăderii economice față de scenariul adoptării proiectului Directivei CE privind taxarea tranzacțiilor financiare. Astfel**, finanțele publice ar avea de câștigat mai puțin din taxarea tranzacțiilor financiare, decât golul care ar urma să se formeze din colectarea taxelor și impozitelor curente**. În lipsa mecanismului de înlocuire a contribuției la Bugetul UE prin virarea a două treimi din veniturile generate de TTF, **rezultatul studiului de impact sugerează că efectul net ar fi negativ nu numai la nivelul economiei reale și a sectorului financiar, dar și pentru finanțele publice**.

Nici varianta neparticipării la procedura cooperării consolidate nu este lipsită de consecințe nedorite la adresa dezvoltării economice a României, în condițiile în care avansul PIB în țara noastră depinde semnificativ (elasticitate între 50 și 100 la sută) de evoluția dinamicii activității economice în zona euro, iar estimările **CE** (DG ECFIN, octombrie 2012) arată că taxarea tranzacțiilor financiare va afecta formarea PIB în zona euro cu aproximativ 0,3 la sută anual. Astfel, ne putem aștepta la creșteri ale PIB mai reduse cu 0,15 – 0,3 procente, chiar dacă România nu subscrie la proiectul taxării tranzacțiilor financiare.

CONCLUZII

Salvarea instituțiilor de credit considerate critice pentru asigurarea stabilității financiare **a lăsat urme puternice asupra finanțelor publice** din numeroase state membre ale UE, pe fondul unor probleme structurale acute la nivelul bugetelor naționale, **lipsite de existența unui spațiu fiscal adecvat**. În contextul în care reprezentanți ai unor autorități naționale și distinși membri ai comunității academice au susținut **aplicarea principiului "poluatorul plătește" și la nivelul sistemului financiar,** eforturile de reformare a mecanismului de protecție a sistemului financiar au fost însoțite, totodată, de inițiative privind instituirea unor mecanisme fiscale pentru majorarea contribuției sectorului financiar la recuperarea costurilor generate de răspunsul la criza economică. **Comisia Europeană** a propus **proiectul de directivă privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare,** pe fondul intensificării dezbaterilor privind oportunitatea introducerii unei taxe asupra sistemului financiar, la nivel european. Aplicarea principiului "poluatorul plătește" în contextul propunerii de introducere a TTF vizează taxarea operațiunilor care intră sub incidența bazei de impunere și nu a instituțiilor în sine, contribuția participanților fiind cu atât mai ridicată cu cât desfășoară mai multe tranzacții vizate de TTF. În principiu, instituirea oricărui tip de taxă produce două efecte: generează venituri la bugetul de stat și comprimă volumul și/sau frecvența operațiunilor ce intră sub incidența acesteia. Până în prezent, câteva state membre ale Uniunii Europene au experimentat diverse forme de taxare a sectorului financiar național.

Caracterul eterogen al acestor inițiative unilaterale, în termeni de operațiuni financiare taxate, bază de impunere, cote de taxare, natura contribuabililor a stat la originea succesului sau, dimpotrivă, a eșecului procesului de colectare de venituri la buget. Cele mai multe astfel de taxe au fost eliminate în timp, întrucât exista posibilitatea de evitare a plății taxei, prin migrarea transfrontalieră a tranzacțiilor. În acest context, propunerea Comisiei Europene urmărește crearea unui cadru armonizat la nivel european, care să potențeze beneficiile unei taxe pe tranzacțiile financiare, deopotrivă cu atenuarea/eliminarea riscurilor inerente (distorsionarea competiției dintre instituțiile financiare, relocarea activităților financiare, translatarea costurilor către clientela nefinanciară). Principalele opinii formulate de distinși membri ai mediului academic, de instituții internaționale și reprezentanți ai statelor membre din UE în legătură cu modalitatea de participare a sectorului financiar la suportarea costurilor generate de actuala criză **relevă polarizarea existentă între susținătorii și opozanții TTF**. Absența unui consens se remarcă nu doar în ceea ce privește fezabilitatea tehnică și de configurare a taxei, ci și în impactul preconizat asupra eficienței piețelor financiare, asupra nivelului încasărilor la bugetul de stat, asupra transferului

costurilor suplimentare pentru clientela nefinanciară, sau asupra capacității de atenuare a factorilor declanșatori ai crizei financiare.

Oportunitatea taxării sistemului financiar din România a fost apreciată, mai întâi, din punct de vedere calitativ, prin prisma celor trei dimensiuni ale TTF, respectiv: (1) asigurarea unei contribuții echitabile a sectorului financiar în procesul de consolidare fiscală în statele membre UE (*taxare reparatorie*); (2) creșterea eficienței și stabilității piețelor financiare (*taxare corectivă*); (3) armonizarea taxării sectorului financiar în spațiul european (*taxare armonizată*). Judecând atât retrospectiv, cât și în perspectivă, **taxarea cu componentă reparatorie nu poate fi justificată prin conținut economic în cazul țării noastre**, întrucât nu au fost folosite fonduri publice pentru recapitalizarea instituțiilor de credit, iar noul regim al măsurilor de stabilizare nici nu va permite acest lucru pe viitor, având în vedere că intrarea în fază operațională a Fondului de Restructurare Bancară permite soluționarea situației băncilor-problemă prin contribuții acumulate în timp de la instituțiile de credit. **Taxarea în scop corectiv a sistemului bancar românesc prezintă, de asemenea, fundamente economice slabe,** pe fondul caracterului preponderent tradițional al activității instituțiilor financiare din România, atât în perioada premergătoare crizei financiare internaționale, cât și după declanșarea acesteia.

Ponderea redusă a portofoliilor de tranzacționare în totalul plasamentelor bancare, ca tendință a ultimilor patru ani, relevă, implicit, expunerea limitată față de acest tip de operațiuni. În plus, instituțiile financiare din România nu au derulat operațiuni de securitizare, nu au emis produse financiare structurate și nu au deținut în portofoliu titluri rezultate din securitizarea pachetelor de credite cu risc ridicat. În ceea ce privește operațiunile cu instrumente financiare derivate, acestea dețin o pondere nesemnificativă în totalul operațiunilor bancare desfășurate, ceea ce relevă un grad de sofisticare financiară relativ limitat al marilor jucători din sistemul bancar intern. În același timp, în calitate de stat membru al Uniunii Europene, România are drept obiectiv major convergența către piața unică, proces care implică și armonizarea legislativă.

Riscul apariției arbitrajului de reglementare este, însă unul redus**,** în condițiile unei implicări nesemnificative a intermediarilor din România pe piețele financiare internaționale**.** Îngrijorările exprimate privesc posibila delocalizare a investițiilor din sectorul financiar din țările care optează pentru introducerea taxei, către cele care nu fac un asemenea pas. Totuși, chiar și în absența taxării, nu este de așteptat ca sistemul financiar românesc să beneficieze de relocări favorabile de capital. Cererea solvabilă de credite este limitată, iar costurile de intermediere financiară sunt încă ridicate în raport cu alte state membre, proporțional cu prima de risc suveran a României. Riscul mai ridicat este, cel reputațional, în condițiile în care absența unei abordări integrate la

nivelul forurilor europene poate fi interpretată drept inconsecvență la nivelul politicilor publice.

Impactul cantitativ al proiectului de directivă asupra economiei românești a fost examinat prin prisma inter-relaționării dintre situația bugetului de stat, evoluția economiei reale și stabilitatea financiară în cadrul prezentului studiu. **Evaluarea empirică a arătat că, deși efectele bugetare imediate ar fi ușor pozitive, noua taxă pe tranzacții financiare poate contribui doar marginal la formarea resurselor financiare ale statului, înregistrând o dimensiune relativ redusă prin raportare la produsul intern brut (0.3 la sută),** în condițiile în care două treimi din aceasta este asigurată prin economia înregistrată la plata contribuției la bugetul UE. Eventuala adoptare a propunerii de directivă a Comisiei Europene privind introducerea TTF ar urma să inducă un impact inițial pozitiv asupra bugetului general consolidat, magnitudinea acestuia depinzând într-o măsură importantă de decizia statelor membre UE de a implementa taxa la nivelul întregului bloc comunitar sau doar parțial, prin intermediul mecanismului cooperării consolidate.

Astfel, în ipoteza existenței unui consens la nivelul UE în legătură cu propunerea de directivă, România ar putea înregistra o îmbunătățire a soldului bugetului general consolidat de aproximativ 1,8 miliarde de lei, în condițiile adoptării nivelului minim al taxei, influența cea mai mare fiind exercitată de economia care s-ar înregistra din diminuarea contribuției naționale la bugetul Uniunii Europene. În lipsa unei implementări la nivelul întregii Uniuni Europene a propunerii de directivă și demararea procedurii de cooperare consolidată, impactul bugetar inițial rămâne pozitiv, dar se reduce la aproximativ 0,6 miliarde de lei, sumele provenind în principal din încasările directe generate de aplicarea TTF, în acest caz economiile înregistrate la contribuția României la bugetul UE fiind nule. De asemenea, în ambele cazuri, trebuie ținut cont și de efectul negativ asupra bugetului general consolidat exercitat de majorarea cheltuielilor cu dobânzile ca urmare a pretenției investitorilor în titluri de stat pentru randamente mai mari, care să compenseze parțial introducerea TTF. Aceste cheltuieli suplimentare sunt estimate la 70 de milioane în primul an, urmând cel mai probabil să se majoreze în anii următori. În ceea ce privește structura veniturilor bugetare directe colectate ca urmare a introducerii TTF, **cea mai mare parte a acestora provine din taxarea tranzacțiilor cu titluri de stat**, ca urmare a volumelor de tranzacționare mai ridicate de pe această piață comparativ cu tranzacțiile încheiate la Bursa de la Valori București, respectiv cele aferente instrumentelor financiare derivate tranzacționate de bănci.

Aceste scenarii pot fi explicate prin stadiul incipient al dezvoltării pieței bursiere din România, caracterizată de o lichiditate redusă, contribuția la finanțarea economiei fiind aproape nesemnificativă comparativ cu aportul

sistemului bancar. De asemenea, acesta din urmă este bazat preponderent pe activități tradiționale, tranzacțiile cu instrumente financiare derivate fiind relativ puțin utilizate, fapt pentru care și veniturile potențiale din taxarea acestora nu sunt foarte ridicate.

Efectul cumulat asupra creșterii economice depinde, însă, în mod determinant de multiplicatorul creditului și nivelul de stabilitate financiară, în condițiile în care procesul de dezintermediere financiară reprezintă un risc real în contextul introducerii noii taxe. **Studiul de impact cantitativ confirmă efectul major al taxării tranzacțiilor financiare asupra creditării sectorului privat**. Achitarea TTF ar pune presiune descendentă pe oferta de credit, acționând în sensul **dezintermedierii bancare**. Contracția stocului de credite față de scenariul de bază este estimată la **aproximativ doi la sută anual,** pentru intervalul de analiză (2013-2015). Dinamica nefavorabilă se accentuează, însă, către sfârșitul intervalului, iar ipoteza intrării într-o spirală vicioasă a dezintermedierii financiare nu poate fi eliminată. Totodată, analiza pune în evidență faptul că introducerea TTF este de natură a crea presiuni în sensul majorării costurilor intermedierii financiare, presiuni manifestate atât la nivelul instrumentelor financiare direct vizate de taxă, dar și la nivelul altor produse și servicii bancare.

Astfel, **analiza empirică a arătat o creștere** a costurilor intermedierii financiare, **în special pe componenta ratei dobânzii la credite**, ulterior implementării taxei pe tranzacții financiare. În timp ce fructificarea depozitelor s-ar îmbunătăți cu doar 0.085 puncte procentuale exclusiv în primul an de la eventuala aplicare a taxării tranzacțiilor financiare, costurile cu dobânda pentru debitorii din sectorul privat s-ar majora cu aproximativ 0.3 puncte procentuale anual, pe fondul suplimentării primelor de risc ce ar urma să fie cerute de bănci pentru compensarea, cel puțin parțială, a cheltuielilor suplimentare cu provizioanele și a noilor obligații față de bugetul public. Fenomenele ce însoțesc comprimarea finanțării bancare sunt critice pentru formarea valorii adăugate brute. În condițiile în care **efectul de redistribuire aferent situației temporar îmbunătățite a bugetului de stat este relativ modest, pe fondul atât a unei elasticități reduse a PIB față de cheltuielile guvernamentale, cât și a volumului limitat de resurse ce ar fi eliberat de aplicarea TTF, economia ar urma să intre în teritoriu negativ.** Impactul estimat, conform scenariului privind proiectul directivei CE, arată **adâncirea contractării activității economice** față de scenariul de bază cu valori de la aproximativ 0,5 procente în primul an de la introducerea TTF la circa 0,8 procente în al treilea an de aplicare. Severitatea impactului crește cu aproximativ zece la sută în cel de-al doilea scenariu, în condițiile în care stimulul fiscal acordat economiei ar fi de trei ori mai redus decât în cazul adoptării proiectului de directivă.

Dinamica economică negativă afectează, la rândul ei, capacitatea de rambursare a debitorilor, declanșând majorarea cheltuielilor cu provizioanele. **Îngrijorări suplimentare apar și din zona veniturilor nete din dobânzi**. Deși în primii doi ani ai analizei efectul introducerii TTF este ușor pozitiv, evoluția veniturilor nete din dobânzi devine puternic negativă în al treilea an.

Impactul net negativ asupra rezultatelor financiare ale instituțiilor de credit ar urma să totalizeze, în perioada analizată, circa 3.5 mld. lei. Comprimarea fondurilor proprii este însoțită de o ajustare proporțională a activelor ponderate la risc prin restructurarea bilanțului băncilor, astfel încât rata de adecvare a capitalului se reduce doar marginal. Atât timp cât sursele profitabilității nu se vor regenera, iar factorii care asigură capacitatea de rambursare a creditelor nu se vor ameliora, impactul TTF asupra capitalizării instituțiilor de credit va degenera într-o dezintermediere bancară accentuată. În acest context, fluxul de credite noi va fi într-atât de mult restricționat, încât economia se va contracta și mai mult, iar veniturile bugetare din impozitele și taxele curente vor scădea considerabil. La doi ani după eventuala introducere a TTF, **impactul net asupra situației finanțelor publice ar trece în teritoriu negativ**, pe fondul comprimării veniturilor din taxele și veniturile curente. Accentuarea dinamicii descendente a economiei, în condițiile adâncirii dezintermedierii financiare, afectează valoarea contribuțiilor la bugetul general consolidat al statului, riscând declanșarea unei spirale vicioase între riscul suveran și riscul de credit. **Situația finanțelor publice ar fi chiar mai problematică în scenariul procedurii cooperării consolidate**. Absența degrevării parțiale a resurselor bugetare pentru capitolul privind contribuția României la Bugetul UE, ar reduce la o treime fondurile disponibile pentru realizarea stimulului fiscal, accentuând declinul veniturilor ce ar urma să fie colectate din taxele și impozitele curente, pe fondul adâncirii scăderii economice față de scenariul adoptării proiectului Directivei CE privind taxarea tranzacțiilor financiare.

Astfel**, finanțele publice ar avea de câștigat mai puțin din taxarea tranzacțiilor financiare, decât golul care ar urma să se formeze din colectarea taxelor și impozitelor curente**. În lipsa mecanismului de înlocuire a contribuției la Bugetul UE prin virarea a două treimi din veniturile generate de TTF, **rezultatul studiului de impact sugerează că efectul net ar fi negativ nu numai la nivelul economiei reale și a sectorului financiar, dar și pentru finanțele publice**. Nici varianta neparticipării la procedura cooperării consolidate nu este lipsită de consecințe nedorite la adresa dezvoltării economice a României, în condițiile în care avansul PIB din țara noastră depinde semnificativ (elasticitate între 50 și 100 la sută) de evoluția dinamicii activității economice în zona euro, iar estimările **CE** (DG ECFIN, octombrie 2012) arată că taxarea tranzacțiilor financiare va afecta formarea PIB în euro-zonă cu aproximativ 0,3 la sută anual. Astfel, ne putem aștepta la creșteri ale PIB mai reduse cu 0,15 – 0,3 procente,

chiar dacă România nu subscrie la propunerea taxării tranzacțiilor financiare. Complementar rezultatului măsurătorilor asupra situației trinomului sănătatea finanțelor publice-creștere economică-stabilitate financiară, **examinarea calitativă a evidențiat o relevanță minoră a obiectivelor propunerii CE privind TTF în cazul țării noastre, pe fondul conservatorismului intermedierii financiare din România și a modului în care instituțiile de credit au reușit să treacă prin criza economică fără a folosi resurse ale bugetului de stat**. Independent, însă, de gradul redus în care reparațiile, corecțiile și armonizarea vizate de proiectul CE privind TTF sunt oportune pentru îmbunătățirea rolului jucat în economia autohtonă de sistemul financiar românesc, evaluat de sine-stătător, nu se poate face abstracție de poziția favorabilă TTF exprimată de statele de origine ale principalelor instituții financiare din România, respectiv Austria, Franța și Grecia.

În aceste condiții, **considerăm utilă menținerea unei poziții deschise**, care să evite respingerea explicită a perspectivei introducerii unei taxe pe tranzacții financiare în România, **păstrând disponibilitatea unei reacții favorabile în ipoteza în care va exista un acord la nivelul Uniunii Europene privind aplicarea unei asemenea taxe.** Însă, o eventuală adoptare a unei decizii de uniformizare a cadrului fiscal la nivelul tuturor sectoarelor economice ar trebui să realizeze un echilibru între costurile sectoriale de reglementare și obligațiile fiscale. În același timp, apreciem că **acest scenariu trebuie gestionat astfel încât să nu riște crearea unor discontinuități în colectarea contribuțiilor sub formă de „*bank levy*" aplicată pasivelor negarantate ale instituțiilor de credit exclusiv pentru scopuri de stabilitate financiară**, conform mecanismului operațional agreat în prealabil cu partenerii externi (CE/FMI/Banca Mondială) în cadrul negocierilor programului de asistență financiară internațională. Întrucât resursa financiară respectivă este acumulată de către Fondul de Restructurare Bancară (FRB), în scopul asigurării finanțării eventualelor măsuri de stabilizare dispuse de Banca Națională a României pentru soluționarea situației băncilor problemă, **continuarea politicii de finanțare a FGDB**, atât pe componenta de garantare a depozitelor, cât și pe cea a restructurării bancare, **reprezintă o direcție strategică distinctă, căreia trebuie, în opinia noastră, să i se acorde prioritate în raport cu orice alte inițiative de taxare a sistemului financiar**.

BIBLIOGRAFIE

Advisory Group on Finance – AGF, (2010) *Financial Transaction Tax*, http://www.un.org/wcm/webdav/site/climatechange/shared/Documents/AGF_reports/Work_Stream_5_Financial%20Transaction%20Tax.pdf

Algirdas Š. (2012) *Financial Transactions Tax: The Way Ahead*, Meeting of Members of the Finance and Fiscal Committees in the Danish Parliament Copenhagen, 19 March 2012

Association for Financial Markets in Europe (2011) *Financial Transaction Tax written evidence,* EU Economic and Financial Affairs and International Trade Sub-Committee

Association of German Banks (2010) *Association of German Banks answering to the IMF Consultation on the potential usefulness and impact of various approaches to financial sector taxation*.

Baker D. (2010) *Responses to criticisms of taxes on financial speculation*, Center for Economic and Policy Research, Janury 2010.

Banca Centrala Europeana (2012) *Opinion of the European Central Bank of 24 July 2012 on the financial transaction tax* (CON/2012/59).

Banca Națională a României (2011) *Raportul asupra stabilității financiare*

Banca Națională a României (2012) *Raportul asupra stabilității financiare*

Beck Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and R. Levine, 2005, "Bank Concentration, Competition and Crises: First Results," *Journal of Banking and Finance*

BlackRock (2011) *Response to the House of Lords' call for evidence on Financial Transaction Tax (FTT)*, November 2011.

Blanchard, O. și R. Perotti (2002), *An Empirical Characterization Of The Dynamic Effects Of Changes In Government Spending And Taxes On Output,* The Quarterly Journal of Economics no. 117

British Bankers' Association (2010), *IMF request for views on financial sector taxation*.

Boss Michael, 2002. A Macroeconomic Credit Risk Model for Stress Testing the Austrian Credit Portfolio, in *Financial Stability Report 4*, OeNB, pp. 64–82.

Canova, C și E. Pappa (2003), *Price Differentials in Monetary Unions: The Role of Fiscal Shocks*, Universitat Pompeu Fabra, Working Papers number 923

CEA (2012) *Position Paper: CEA comments on the European Commission proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax*, CEA reference: TAX-FST-12-003, 10 January 2012.

Center for Policy Studies (2012) *Time to bin the Tobin tax*, April 2012

Cihak Martin and Schaeck Klaus, (2007), How Well Do Aggregate Bank Ratios Identify Banking Problems?, *IMF Working Paper 07/275*

Clifford Chance (2011), *Financial Transaction Tax –update*, Client briefing, October 2011

Comisia Europeană (2012), *Assessing the economic impact of financial transaction taxes*, in Quarterly report on the euro area (DG ECFIN), Volume 11 n° 3 http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2012/pdf/qrea3_en.pdf

Comisia Europeană (2012a) *Technical fiche - revenue estimations,* http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_en.htm

Comisia Europeană (2012b) *Technical fiche – macroeconomic impacts,* http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_en.htm

Comisia Europeana (2012c) *Proposal for a COUNCIL DECISION authorising enhanced cooperation in the area of financial transaction tax*, Brussels, 25.10.2012, COM(2012) 631 final/2, 2012/0298 (APP)

Comisia Europeană (2011) EUROBAROMETER 74: *Economic governance in the European Union,* Conducted by TNS Opinion & Social at the request of the European Commission - Directorate General for Communication

Comisia Europeană (2010) *Innovative financing at a global level*, Commission Staff Working Document, Brussels, 1.4.2010

Comitetul Național pentru Stabilitate Financiară (2011) *Comunicat privind ședința Comitetului Național pentru Stabilitate Financiară*, http://www.csa-isc.ro/files/CNSF_10nov_2011.pdf

CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (2011) *An evaluation of the financial transactions tax*, 21 December 2011.

Darvas Z., Weizsäcker J. (2011) *Financial Transaction Tax: Small Is Beautiful*, Society and Economy 33 (2011) 3, pp. 449–473

Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache, 1999, "Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach." IMF Working Paper 99/147 (Washington: International Monetary Fund).

EFAMA (2011) *EFAMA comments on the Commission's proposal for a Council Directive on a common system of FTT*, November 2011.

EFAMA (2012) *UCITS industry: EFAMA's impact analysis of the Commission's proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax*, March 28, 2012.

Eichengreen B. (2012) *Europe's Tobin tax distraction*, Project Syndicate, February 9, 2012.

Eichengreen, B., and C. Arteta, 2000, "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence." *Paper C00'115,* Center for International and Development Economics Research (Berkeley: University of California).

Ernst & Young (2011) *Ernst & Young Eurozone Forecast: Outlook for financial services* - Winter edition - 2011/12.

European Association of Co-operative Banks (2012) *Commission's Proposal on Financial Transaction Tax*, 21 March 2012

European Banking Federation (2012), *Report on the proposed FTT directive*, Brussels, 9 March 2012

European Economic and Social Committee (2012) *Opinion on the 'Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC'* COM(2011) 594 final , Official Journal C 181 , 21/06/2012 P. 0055 – 0063

Fatas, A și I. Mihov (2001), *The Case For Restricting Fiscal Policy Discretion*, The Quarterly Journal of Economics 118

Favero C. (2002), *How do European Monetary and Fiscal Authorities Behave?*, CEPR Discussion Papers no. 3426.

Federation of European Securities Exchanges (2010), *FESE Input to the IMF Consultation Note on Financial Sector Taxation*, Brussels, 1 February 2010

Fiori Roberta, Antonella Foglia, and Simonetta Iannotti. 2007. "*Estimating Macroeconomic Credit Risk and Sectoral Default Rate Correlations for the Italian Economy*", Paper given at the 2nd Expert Forum on Advanced Techniques on Stress Testing, International Monetary Fund and De Nederlandsche Bank, Amsterdam, The Netherlands, October 23–24, 2007

FMI (2004): *Are Credit Booms in Emerging markets a Concern?* World Economic Outlook, April 2004, Chapter 4

FMI (2010) *A fair and substantial contribution by the financial sector*, final report for the G-20, June 2010.

FMI (2011) *Taxing financial transactions: issues and evidence*, March 2011.

FMI (2011) Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise, *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation*

van Gaal M. (2012) *EU transactions tax is undesireable Dutch bank says*, Bloomberg News, February 6, 2012.

Griffith-Jones S., Persaud A. (2012) *Financial transaction taxes*, http://policydialogue.org/files/publications/financial_transaction_taxes_griffith_jones_and_persaud_february_2012_revised.pdf

Hillman, Kapoor, Spratt (2006) *From Taking the Next Step: Implementing a Currency Transaction Development Levy*, http://www.stampoutpoverty.org/download.php?id=350

Hillman D., Ashford C. (2012) *Financial transaction tax: myth busting*, Stamp Out Poverty, march 2012.

Honohan P., Yoder S. (2010) *Financial Transactions Tax: Panacea, Threat, or Damp Squib?,* The World Bank Policy Research Working Paper 5230, March 2010

Hutchinson, M. M., 2002, "European Banking Distress and EMU: Institutional and Macroeconomic Risks," *Scandinavian Journal of Economics,* Vol. 104 (3), pp. 365–389.

International Swaps and Derivatives Association (2011), *ISDA Comments on EC's Proposal for a Financial Transaction Tax*, News Release September 29, 2011.

Jakubik Petr and Christian Schmieder, 2008. Stress Testing Credit Risk: Comparison of the Czech Republic and Germany, *Financial Stability Institute, Bank for International Settlements, FSI Award 2008 Winning Paper*.

Jakubik Petr and Moinescu Bogdan, (2012), "Assessing optimal credit growth in an emerging banking sector". Paper given at the 10th INFINITI Conference on International Finance, Trinity College and Journal of Banking and Finance, Dublin, Ireland, June 11-12

Jimenez, G., Saurina, J. (2006): *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*, International Journal of Central Banking 2(2), pp. 65–98.

Johnson S. (2012) *FTT would have cost €38bn, says EFAMA*, Financial Times, February 26, 2012.

Kirilenko A.A., Summers V. (2001) *Bank Debit Taxes: Productivity vs. Financial Disintermediation*,http://info.worldbank.org/etools/docs/library/155725/globaldialogues/dl17/pdf/ kirilenko.pdf

Knight A. (2010) *Inputs for the Financial Sector Taxation*, February 15th 2010, http://www.imf.org/external/np/exr/consult/2009/pdf/fstcomments.pdf

Krugman P. (2009) *Taxing the Speculators*, The New York Times, November 26, 2009

Lanne M., Vesala T. (2006) *The effect of a transaction tax on exchange rate volatility*, Bank of Finland Research Discussion Papers 11/2006

Lazea V., Anghel L., Biriș G. (2012), *Prioritizarea politicilor Uniunii Europene prin prisma avantajelor produse de acestea pentru România, în perspectiva participarii la negocierile desfășurate in cadrul procesului de revizuire a bugetului comunitar,* elaborat în cadrul proiectului „Îmbunătățirea capacității instituționale, de evaluare și formulare de politici macroeconomice în domeniul convergenței economice cu Uniunea Europeană a Comisiei Naționale de Prognoză - cod SMIS 27153.

Masciandaro D., Passarelli F. (2012) *The Financial Transaction Tax: A Political Economy View*, Intereconomics Review of European Economic Policy, 47 (2), March/April 2012.

Matheson T. (2011) *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper WP/11/54

McCulloch N., Pacillo G. (2011) *The Tobin tax: a review of the evidence*, Institute of Development Studies, University of Sussex, England, May 2011.

Ministerul Finanțelor Publice (2012) *Strategia privind administrarea datoriei publice guvernamentale 2012-2014.*

Millar A. (2012) *A Financial Transactions Tax – Review of Impact Assessments,* International Regulatory Strategy Group, March 2012

Moinescu Bogdan and Codirlașu Adrian, (2012), „*Lending, economic growth and nonperforming loans: empirical evidence from the new EU member states*", Conference on nonperforming loans, second edition, National Bank of Romania

Mountford, A. și H. Uhlig (2005), *What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?*, CEPR Discussion Papers no. 3338

Oxera (2011) *What would be the economic impact of the proposed financial transaction tax on the EU? Review of the European Commission's economic impact assessment,* 22 December 2011.

Oxera (2012) *What would be the economic impact of the proposed financial transaction tax on the EU? Review of the European Commission's latest commentary,* 20 June 2012.

Parlamentul European (2011) *The relevance of the Swedish case in the current FTT debate*, Swedish Social Democrats in the European Parliament, http://www.abbl.lu/node/43747

Parlamentul European (2012) *Proiectul de Raport al Parlamentului European din 10.02.2012 referitor la propunerea de directivă a Consiliului privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare si de modificare a Directivei 2008/7/CE (COM(2011)0594 – C7-0355/2011 – 2011/0261(CNS))*

Parlamentul European (2012) *Parliament adopts ambitious approach on financial transaction tax*, 23 May 2012, http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM PRESS+20120523IPR45627+0+DOC+XML+V0//EN&language=EN

Parlamentul European (2012) *Proiectul de Raport al Parlamentului European* din 10.02.2012 referitor la propunerea de directivă a Consiliului privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare si de modificare a Directivei 2008/7/CE (COM(2011)0594 – C7-0355/2011 – 2011/0261(CNS))

Price Waterhouse Coopers (2012) *French Financial Transaction Tax and other Financial Related Taxes*, http://www.pwc.be/en/financial-services-newsalert/2012/french-financial-transaction-tax.jhtml#1

Price Waterhouse Coopers (2012b) *Enactment of new tax measures*, http://www.pwc.be/en/financial-services-newsalert/2012/enactment-new-tax-measures.jhtml

Price Waterhouse Coopers (2012c) *Green light for EU FTT under enhanced cooperation – Ireland stays outside*, FS Tax Newsflash, 11 October 2012.

Price Waterhouse Coopers (2012d) *Proposed Italian and Portuguese Financial Transaction Taxes*, FS Tax Newsflash , 17 October 2012

Price Waterhouse Coopers (2012e) *Spanish Financial Transactions Tax Proposed*, Global FS tax newsflash, September 2012.

Propunerea de DIRECTIVĂ A CONSILIULUI privind sistemul comun al taxei pe tranzacțiile financiare și de modificare a Directivei 2008/7/CE din 30 septembrie 2011

Persaud A. (2012) *The economic consequences of the EU proposal for a financial transaction tax*, Intelligence Capital, March 2012.

Reisein H. (2010), *Inputs for the Financial Sector Taxation*, February 15th 2010, http://www.imf.org/external/np/exr/consult/2009/pdf/fstcomments.pdf

Rogoff K. (2011) *The wrong tax for Europe*, Project Syndicate, October 3, 2011.

Rolet X. (2010) *Inputs for the Financial Sector Taxation*, February 15th 2010, http://www.imf.org/external/np/exr/consult/2009/pdf/fstcomments.pdf

Sanandaji N. (2012) *EU direct taxes*, New Direction – The Foundation for European Reform, November 2012.

Schäfer D. (2012) *Financial Transaction Tax Contributes to More Sustainability in Financial Markets*, Intereconomics, Review of European Economic Policy, 47 (2), March/April 2012.

Schich S., Kim B.H. (2010) *Systemic financial crises: how to fund resolution*, OECD Journal: Financial Market Trends – volume 2010, issue 2.

Schmidt R. (2008) *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, report published by the United Nations University, 2008 available at http://www.stampoutpoverty.org/download.php?id=400

Schmidt R. (2010) *Notes on the Feasibility and Impact of a general Financial Transactions Tax*, Civil society consultation with the IMF on 28 January 2010.

Schuberth H., Schulmeister S. (2011) *Settlement Systems and Financial Transactions Taxes*, Austrian Institute of Economic Research, 2011/226-1/S/WIFO project no: 1410

Schulmeister S. (2010) *Boom-Bust Cycles and Trading Practices in Asset Markets, the Real Economy and the Effects of a Financial Transactions Tax*, WIFO Working Papers, No. 364, March 2010

Schulmeister S. (2010b) *Bank levy versus transactions tax: A critical analysis of the IMF and EC reports on financial sector taxation,* Comment on the studies by the Staff of the International Monetary Fund and of the European Commission, respectively, on the contribution of the financial sector to the costs of the crisis, April 2010.

Tax Research UK (2010) *Taxing Banks* - A Report submitted to the International Monetary Fund, February 2010.

Uhlig H. (1999), *What are the Effects of Monetary Policy on Output? Results from an Agnostic Identification Procedure*, CEPR Discussion Papers no. 2137

UK Parliament (2011) *Draft Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/EC*, October 26, 2011.

Wagner M., Smith B., Rigby C. (2012) *Proposed EU commission financial transaction tax impact analysis on foreign exchange markets*, Oliver Wyman, January 2012.

Wilson C. Thomas. 1998. "Portfolio Credit Risk", FRBNY Economic Policy Review, Vol. 4, No. 3, October 1998

Vella J. (2012) *The Financial Transaction Tax Debate: Some Questionable Claims*, Intereconomics Review of European Economic Policy, 47 (2), March/April 2012.

Virolainen, Kimmo. 2004. "Macro Stress Testing with a Macroeconomic Credit Risk Model for Finland", Bank of Finland, Discussion Papers, No.18

Zellner Arnold, (1962), An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias, *Journal of the American Statistical Association*, 57, 348-368.

Yeandle M. (2012) *The Global Financial Centres Index 11*, Long Finance's 'Financial Centre Futures' Programme, March 2012, http://www.longfinance.net/Publications/GFCI%2011.pdf.

Anexa 1

Variabilele explicative candidate și ecuațiile corespunzătoare

	Factori exogeni	Procesul decizional	Semnul așteptat
Ecuația1: Veniturile nete din dobânzi			
Indicatori de stabilitate bancară			
1	Rata dobânzii la depozitele în lei	(A)	-
2	Rata dobânzii la depozitele în euro	(A)	-
3	Rata dobânzii la creditele în lei	(A)	+
4	Prima de risc pentru creditele denominate în euro	(A)	+
5	ROBOR 3M	(A)	-
6	EURIBOR 3M	(A)	-
Ecuația 2: Rata creditelor neperformante			
Factori macroeconomici			
1	Creșterea economică	(A)	-
2	Deviația PIB	(A)	-/+
3	CDS 5Y	(A)	+
4	Venitul mediu brut (logaritmare)	(A)	-
5	Numărul de angajați ai sectorului privat (logaritmare)	(A)	-
6	Numărul de angajați ai sectorului public (logaritmare)	(A)	-
Indicatori de stabilitate bancară			
7	Rata dobânzii la creditele în lei	(A)	+
8	Prima de risc pentru creditele denominate în euro	(A)	+
9	EURIBOR 3M	(A)	+
Ecuația 3: ROBOR 3M			
Factori macroeconomici			
1	CDS 5Y	(A)	+
2	Rata de politică monetară	(A)	+
3	Rata inflației	(A)	+
4	Consumul guvernamental (logaritmare)	(A)	+
5	Consumul populației (logaritmare)	(A)	+
6	Cursul de schimb (logaritmare)	(F/A)	+
7	Modificarea cursului de schimb transformat prin logaritmare	(F/A)	+
Indicatori de stabilitate bancară			
9	Rata creditelor neperformante	(F/A)	+
10	Euribor 3M	(A)	+

Ecuația 4: Rata dobânzii la depozitele în lei			
Factori macroeconomici			
1	Rata inflației	(A)	+
2	Cursul de schimb (logaritmare)	(F/A)	+
3	Rata așteptată a inflației	(F/A)	+
4	Venitul mediu brut (logaritmare)		
Indicatori de stabilitate bancară			
5	Gradul de competiție pe piața depozitelor (indicatorul HHI)	(A)	-
6	ROBOR 3M	(A)	+
7	EURIBOR 3M	(A)	+
Equation 5: Rata dobânzii la creditele în lei			
Factori macroeconomici			
1	Creșterea economică	(F/A)	-
2	Venitul mediu brut (logaritmare)	(F/A)	-
3	CDS 5Y	(F/A)	+
Indicatori de stabilitate bancară			
4	Gradul de competiție pe piața creditelor (indicatorul HHI)	(A)	-
5	ROBOR 3M	(A)	+
6	EURIBOR 3M	(A)	+
7	Ritmul creditării (logaritmare)	(A)	-
8	Prima de risc pentru creditele denominate în euro	(A)	+
9	Rata dobânzii la depozitele în lei	(A)	+
10	Rata creditelor neperformante	(F/A)	+
Equation 6: Creșterea economică			
Factori macroeconomici			
1	Numărul de angajați din economie (logaritmare)	(A)	+
2	Cheltuielile guvernamentale (logaritmare)	(A)	+
3	Formarea brută de capital	(A)	+
Indicatori de stabilitate bancară			
4	Ritmul creditării	(A)	+
5	Rata dobânzii pe termen lung	(A)	-
Equation 7: Ritmul creditării			
Factori macroeconomici			
1	Creșterea economică	(A)	+
2	Venitul mediu brut (logaritmare)	(F/A)	+
3	CDS 5Y	(F/A)	-
Indicatori de stabilitate bancară			
4	Gradul de competiție pe piața creditelor (indicatorul HHI)	(F/A)	-

5	Rata dobânzii la creditele în lei	(F/A)	-
6	ROBOR 3M	(A)	+
7	Rata creditelor neperformante	(F/A)	-
8	Venituri nete din dobânzi	(A)	+

ANEXA 2

Configurația sistemului de ecuații

Variabilă dependentă (R-pătrat ajustat)	Factori explicativi	Perioadă de impact (nr. trimestre)	Coeficient	Semnificație statistică
Creștere economică (0.880897)	(Ritm creditare)^2	0	-0.394566	***
	Ritm creditare	0	0.295014	***
	Cheltuieli bugetare	-1	0.005780	*
	Numărul de angajați din economie	-2	1.076991	***
	Formarea brută de capital	-2	0.090332	**
ROBOR (0.776346)	CDS 5Y	0	0.657505	***
	Rata de politică monetară	0	0.811721	**
	EURIBOR 3M	-1	0.799978	*
Ritmul creditării (0.717674)	Rata creditelor neperformante	-3	-13.51097	***
	Gradul de competiție pe piața creditelor	1	-0.201000	***
	Creșterea economică	-2	2.302432	***
	Venitul mediu brut	-1	3.812662	***
	ROBOR 3M	-1	2.095696	**
	CDS 5Y	-4	-13.29573	***
	Venituri nete din dobânzi	-2	0.333024	*
Rata dobânzii la depozite (0.843329)	ROBOR 3M	0	0.423528	***
	ROBOR 3M	-1	0.418997	***
	Gradul de competiție pe piața depozitelor	0	-0.404952	*
Rata dobânzii la credite (0.818231)	Prima de risc pentru creditele denominate în euro	-2	0.623504	***
	Rata dobânzii la depozitele în lei	0	0.830922	***
	Ritm creditare*Indice prețuri de consum	-1	-0.565172	***
	ROBOR 3M	-2	0.096218	***
	Rata creditelor neperformante	-3	0.762683	**
	Venituri nete din dobânzi	-2	-1.251300	*

Venituri nete din dobânzi (0.363886)	Ritm creditare*Indice prețuri de consum	-2	0.189280	***
	Rata dobânzii la depozitele în euro	-1	-0.226468	***
	Prima de risc pentru creditele denominate în euro	-2	8.601181	***
	EURIBOR 1M	-3	14.74169	***
	Rata dobânzii la creditele în lei	0	4.387001	***
	Rata dobânzii la depozitele în lei	-1	-1.987884	*
Rata creditelor neperformante (0.635371)	Rata dobânzii la creditele în lei (transf. exponențială)	-1	4.130099	***
	Venitul mediu brut (transformare exponențială)	0	-1.691756	***
	Creșterea economică (transformare exponențială)	-1	-2.371594	***
	(Ritm creditare-0.2)^2	-8	7.805862	***
	Rata creditelor neperformante	-1	0.460413	***