

**ACADEMIA DE STUDII  
ECONOMICE DIN BUCUREȘTI**



Școala doctorală Economie și Afaceri  
Internaționale

**TEZĂ DE DOCTORAT**

Prezentată și susținută public de către autor:

**ZELDEA N. CRISTINA  
GEORGIANA**

Titlul tezei de doctorat:  
**RISC ȘI STABILITATE PE PIEȚELE  
FINANCIARE INTERNAȚIONALE**

Conducător de doctorat: Prof. univ.dr. Radu LUPU

Comisia de susținere a tezei de doctorat:

Prof.univ.dr. Gheorghe Hurduzeu (președinte)	- Academia de Studii Economice din București
CS II dr. Tudor Ciumara (referent)	- Centrul de Cercetări Financiare și Monetare Victor Slăvescu, Academia Română
CS II dr. Adina Criste (referent)	- Centrul de Cercetări Financiare și Monetare Victor Slăvescu, Academia Română
Conf.univ.dr. Bogdan Cernat-Gruici (referent)	- Academia de Studii Economice din București
Prof.univ.dr. Radu Lupu (conducător de doctorat)	- Academia de Studii Economice din București

București, septembrie 2024

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN  
BUCUREȘTI**  
Școala doctorală Economie și Afaceri Internaționale



# **TEZĂ DE DOCTORAT**

Prezentată și susținută public de către autor:

**CRISTINA GEORGIANA N. ZELDEA**

Titlul tezei de doctorat:  
**RISC ȘI STABILITATE  
PE PIEȚELE  
FINANCIARE  
INTERNAȚIONALE**

Conducător de doctorat: prof. univ. dr. Radu Lupu

Comisia de susținere a tezei de doctorat:

Prof.univ.dr. Gheorghe Hurduzeu (președinte)	- Academia de Studii Economice din București
CS II dr. Tudor Ciumara (referent)	- Centrul de Cercetări Financiare și Monetare Victor Slăvescu, Academia Română
CS II dr. Adina Criste (referent)	- Centrul de Cercetări Financiare și Monetare Victor Slăvescu, Academia Română
Conf.univ.dr. Bogdan Cernat-Gruici (referent)	- Academia de Studii Economice din București
Prof.univ.dr. Radu Lupu (conducător de doctorat)	- Academia de Studii Economice din București

București, septembrie 2024

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN BUCUREȘTI  
Consiliul pentru Studii Universitare de Doctorat  
*Școala Doctorală*  
Economie și Afaceri  
Internationale

RISC ȘI STABILITATE PE PIETELE FINANCIARE  
INTERNATIONALE

CRISTINA GEORGIANA ZELDEA

Conducător de doctorat: Prof. univ dr. Radu LUPU

**București, 2024**

## CUPRINS

REZUMAT	2
RESUME	4
INTRODUCERE	6
CAPITOLUL I. RISCUL SISTEMIC	11
1.1. Conceptul de risc sistemic	11
1.2. Dezvoltarea piețelor financiare	13
1.3. Riscul sistemic pe piețele financiare	23
1.4. Hazardul moral și riscul sistemic	27
CAPITOLUL II. STABILITATEA FINANCIARĂ	29
2.1. Mecanisme și modalități de manifestare a instabilității financiare	29
2.2. Ipoteza fragilității financiare	32
2.2.1. Conexiunile dintre instituțiile financiare, sistemele financiare și economia reală	36
2.3. Fenomenul de contagiune	38
CAPITOLUL III. MODELAREA RISCULUI SISTEMIC	42
1.2. Modelarea riscului sistemic – fundamente și provocări	42
1.3. Metode de măsurare a riscului sistemic	44
1.4. Taxonomia măsurilor de risc sistemic	48
1.4.1. Indicele compozit de risc sistemic	53
CAPITOLUL IV. REGLEMENTAREA RISCULUI SISTEMIC	61
1.5. Caracteristicile politicilor prudențiale	61
1.6. Supravegherea și reglementarea riscului sistemic	69
CAPITOLUL V. ANALIZE EMPIRICE ALE RISCULUI SISTEMIC ȘI CONTAGIUNII PE PIEȚELE FINANCIARE	109
1.7. Modelarea legăturii dintre riscul sistemic și variabilele de lichiditate	109
1.7.1. Literatura de specialitate	112
1.7.2. Date și metodologie	114
1.7.3. Rezultate	117
1.7.4. Concluzii	120
1.8. Modelarea riscului sistemic utilizând entropia Bayesiană	123
1.8.1. Literatura de specialitate	124
1.8.2. Date și metodologie	127
1.8.3. Rezultate	132
1.8.4. Teste de robustețe	145
1.8.5. Concluzii	148
1.9. Transmiterea riscului sistemic în sectorul energetic european	150
1.9.1. Literatura de specialitate	153
1.9.2. Date și metodologie	156
1.9.3. Rezultate	160
1.9.4. Teste de robustețe	169
1.9.5. Concluzii	170
CONCLUZII	173
Referințe bibliografice	177
Anexe	201
Lista tabelor	228
Lista figurilor	230

**Cuvinte cheie:** risc sistemic, stabilitate financiară, piețe financiare, efecte de contagiune

## REZUMAT

Riscul sistemic a reprezentat o constantă pentru piețele financiare în istoria contemporană, însă, pe parcursul ultimelor decenii, a fost în general trecut cu vederea în perioadele de acumulare a sa, căpătând atenție tardiv și de regulă în momentele în care s-a materializat propriu-zis în crize sistemice. Criza financiară globală a arătat în mod clar distorsiunile macroeconomice și de stabilitate financiară care au rezultat din evenimentele de natură sistemică. Criza financiară a generat un filon de interes bine întemeiat asupra riscului sistemic, atât în mediul academic, cât și în cercurile de elaborare a politicilor publice. Tendința recurentă de subestimare a riscului sistemic își găsește explicația în literatura de specialitate. În primul rând, intuiția umană presupune că există o relație de cauzalitate numai atunci când anumite evenimente sunt apropiate în timp și spațiu. Din acest motiv, riscul sistemic nu atrage aceeași atenție ca un eveniment catastrofal, deși are potențialul de a genera o catastrofă. În al doilea rând, în confruntarea cu sisteme neliniare oamenii au tendința de a repeta erorile anterioare, iar procesul de învățare este afectat de dimensiunile și efectele dramatice ale crizei, devenind astfel costisitor și nefezabil. În al treilea rând, riscurile sistemice au o problemă comună. Schimbarea comportamentului agenților economici nu este stimulată, întrucât fiecare dintre aceștia are numai o contribuție marginală la riscul sistemic. Drept consecință, riscurile sistemice sunt frecvent subestimate și devin mai dificil de gestionat decât cele convenționale.

Această lucrare urmărește să ofere o analiză detaliată a riscului sistemic pe piețele financiare internaționale, atât din punct de vedere teoretic, cât și empiric. În prima parte a tezei au fost examinate bazele teoretice, absolut necesare pentru înțelegerea și evaluarea riscului sistemic. În acest scop, au fost utilizate metode specifice cercetării calitative, precum inducțiile și deducțiile logice, sintezele și analizele comparative efectuate pe baza literaturii de specialitate. În a doua parte a lucrării am urmărit demonstrarea din punct de vedere empiric a riscului sistemic și a prezenței efectelor de contagiune pe piețele financiare internaționale. Pentru efectuarea analizelor empirice au fost utilizate metode cantitative specifice: modele autoregresive condiționate

generalizate ale heteroscedasticității - GARCH, regresii pe cuantile, modele de descompunere a varianței și entropii Bayesiene.

Principalele obiective vizate au fost următoarele: (i) determinarea fundamentelor, a cadrului și a modalităților de manifestare a riscului sistemic din punct de vedere teoretic; (ii) estimarea expunerii și contribuției la risc a sectoarelor economiei reale; (iii) investigarea fenomenului de contagiune pe piețele financiare și a caracterului său direcțional; identificarea principalelor sectoare/instituții care generează risc sistemic și a celor vulnerabile, care receptează riscul; (iv) modelarea conexiunilor dintre riscul sistemic bancar și variabilele bilanțiere de lichiditate.

Perspectivile oferite de rezultatele prezentate în această lucrare pot fi utile pentru stabilirea politicilor macroprudențiale, în special dacă discutăm despre limitări ale expunerilor și concentrării riscurilor pentru instituțiile financiare. Autoritățile de reglementare care se concentrează pe supravegherea pieței ar trebui să ia în considerare riscurile care decurg din sectorul energiei, iar sistemul financiar ar trebui să fie protejat de riscurile amplificate care decurg din volatilitatea necontrolată a prețurilor energiei. Mai mult decât atât, în măsura în care investitorii sunt din ce în ce mai atrași de activele din sectoarele analizate, aceste rezultate au implicații relevante pentru selecția portofoliului și prezintă oportunități legate de diversificarea riscurilor.