



ACADEMIA ROMÂNĂ  
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE  
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 436

*Colectia*  
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

*Seria*  
***Probleme  
economice***

**MACROSTABILITATEA - ÎNTRE  
NECESITATE ȘI OBLIGAȚIE**

Florian LIBOCOR

ISBN 978 - 973 - 159 - 178 - 0



Centrul de Informare și Documentare Economică



**ACADEMIA ROMÂNĂ**  
**INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE**  
**„COSTIN C. KIRIȚESCU”**  
**Centrul de Informare și Documentare Economică**

# **MACROSTABILITATEA - ÎNTRE NECESITATE ȘI OBLIGAȚIE**

Florian LIBOCOR



**Centrul de Informare și Documentare Economică**

---

---

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ  
REDACTOR-ȘEF – VALERIU IOAN-FRANC

---

Redactor: ADELINA BIGICĂ  
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDA  
CIDE/STUDII/PROBLEME: Prob-FlorianLibocor\_436.doc

---

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,  
cod poștal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32  
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 5-72

---

Materialele cuprinse în acest volum pot fi reproduse numai cu aprobarea  
conducerii Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu”.

---

Volumele seriei pot fi identificate și comandate fie în colecție anuală, respectiv ISSN 1222-5401,  
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

---

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-178-0

## Cuprins

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| INTRODUCERE .....                                                          | 5  |
| STABILITATEA PREȚURILOR <i>VERSUS</i> STABILITATEA<br>FINANCIARĂ.....      | 7  |
| FLUCTUAȚIILE MEDIULUI ECONOMIC – RISCURI ASUPRA<br>MACROSTABILITĂȚII ..... | 11 |
| IMPLICAȚIILE LIBERALIZĂRII CONTULUI DE CAPITAL –<br>CAZUL ROMÂNIEI .....   | 20 |
| CONCLUZII .....                                                            | 24 |
| BIBLIOGRAFIE.....                                                          | 25 |



# INTRODUCERE

Schimbările structurale considerabile, cum ar fi inovația tehnologică, schimbările demografice, relațiile cauzale transnaționale și extinderea piețelor, induc “microvariabilitate” asupra funcționalității unui sistem socioeconomic a cărui dinamică se poate explica prin intermediul “principiului de macrostabilitate” (Buhl, 1987).

În cazul unei economii funcționale, “macrostabilitatea”, este o consecință a oscilațiilor și coordonării dintre elementele care o formează (piețe, prețuri, relații comerciale, tehnologie etc.) și, prin urmare, contribuie la crearea valorii adăugate din acea economie.

În cadrul Forumului Economic Mondial<sup>1</sup> s-a atras atenția asupra faptului că expunerea economiilor la fluctuații mari ale prețurilor, datorii mari acumulate și oscilații ample ale cursului de schimb, pot genera crize economice și contracții considerabile ale procesului de creștere economică. Totodată, factorii de decizie ai Uniunii Europene acordă o atenție deosebită realizării și protejării stabilității macroeconomice în Europa prin respectarea de către toate statele membre a unui set de criterii macroeconomice<sup>2</sup>, iar în cadrul pachetelor de reformă pe care le gestionează Fondul Monetar Internațional (FMI) condiția de stabilitate macroeconomică este o cerință fundamentală<sup>3</sup>.

În cadrul conferinței FMI de la Montreal, Anne Krueger menționa că: *“În ultimii ani am beneficiat cu toții de o perioadă de expansiune a economiei globale... Perioadele de creștere robustă ... oferă o oportunitate importantă factorilor de decizie pentru a-și consolida economiile prin majorarea potențialului de creștere, reducerea vulnerabilităților la șocuri și creșterea flexibilității la următoarea contracție economică....Nu mă îndoiesc: recesiunile sunt inevitabile”*.

Declarația a subliniat tranșant că în perioadele de creștere, stabilitatea macroeconomică trebuie consolidată iar economia pregătită pentru a face față perioadelor inevitabile de recesiune care vor urma deoarece ciclul economic implică un proces dinamic ale cărui consecințe negative pot fi parțial atenuate dar nu pe deplin evitate.

Acest referat va încerca să scoată în evidență importanța stării de macrostabilitate prin realizarea condițiilor de stabilitate a prețurilor și atingere și menținere a stabilității financiare. Realizarea echilibrelor macroeconomice, cu

---

<sup>1</sup> The World Economic Forum, “Global Competitiveness Report 2006-2007”.

<sup>2</sup> “Criteriile macroeconomice stabilite prin Tratatul de la Maastricht”, *Official Journal C 191*, 29 July 1992.

<sup>3</sup> Anne Krueger, prim director adjunct al FMI, discurs la conferința IMF de la Montreal, Canada, 2006.

precondițiile aferente de echilibru și stabilitate, sunt fundamentale pentru îndeplinirea obiectivelor de dezvoltare economică dar și pentru pregătirea economiei pentru transformările viitoare odată cu integrarea deplină în structurile monetare ale Uniunii Europene.

# STABILITATEA PREȚURILOR *VERSUS* STABILITATEA FINANCIARĂ

Stabilitatea prețurilor este definită în literatura economică, prin consens, ca fiind: “atunci când banii își păstrează valoarea în timp sau viteza lor de rotație este nesemnificativă”<sup>1</sup>. Stabilitatea financiară este definită în sens restrâns, și mai aplicat pentru o bancă centrală, ca fiind situația în care prețurile activelor și rata dobânzii sunt relativ stabile iar sistemul bancar funcționează în echilibru fără a trece prin perioade de criză. În sens mai larg, stabilitatea financiară este caracterizată prin stabilitatea sistemului financiar, adică posibilitatea de a atrage și plasa în mod eficient resurse financiare și capacitatea de a rezista șocurilor.

Oricum, indiferent de abordare, nu poate fi pusă în discuție nici necesitatea realizării stabilității prețurilor ca: “situație în care anticipațiile privind creșterea sau scăderea generală a prețurilor pe o perioadă considerabilă de timp nu au o influență substanțială asupra comportamentului economic și financiar”<sup>2</sup>, nici importanța menținerii stabilității sistemului financiar ca: “o condiție în care sistemul financiar – care cuprinde intermediarii financiari, piețele și infrastructurile pieței – are capacitatea de a rezista șocurilor și de a soluționa dezechilibrele procesului de intermediere financiară care sunt suficient de severe pentru a deteriora alocarea economiilor către oportunități de investiții profitabile”<sup>3</sup> ceea ce sugerează că menținerea stabilității financiare implică identificarea principalelor riscuri și vulnerabilități ale sistemului financiar precum: ineficiența în alocarea resurselor financiare, evaluarea eronată sau gestionarea incorectă a riscurilor financiare (Papademos, 2009).

Pe de altă parte, o abordare separată a comportamentului prețurilor față de comportamentul sistemului financiar poate duce la o gândire separată a cadrelor instituționale și de reglementare, probabil ca și consecință a neînțelegerii pe deplin a relației dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară. Spre exemplu, au existat situații (Australia și Anglia) în care responsabilitatea supravegherii instituțiilor financiare a fost transferată de la banca centrală către o autoritate independentă de reglementare, banca centrală fiind responsabilă în linii mari cu stabilitatea sistemică în ansamblu. Aceste modificări instituționale au ridicat problema găsirii cadrului instituțional adecvat pentru gestionarea și implementarea politicilor monetare și de stabilitate financiară.

---

<sup>1</sup> Mugur Constantin Isărescu, “Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare”, Editura Academiei Române, București, 2009.

<sup>2</sup> Paul Volcker, “We Can Survive Prosperity”, Joint Meeting of the American Economic Association – American Economic Association, December, 1983.

<sup>3</sup> ECB, “Financial Stability Review”, September, 2009.

Aportul autorității monetare pentru a realiza și menține stabilitatea financiară este o consecință a modului în care aceasta este definită. Definirea în sens larg, care implică stabilitatea de ansamblu a sistemului financiar, subliniază importanța supravegherii prudențiale și gestiunea riscului sistemic. Dacă stabilitatea financiară este definită în sens restrâns, ca expresie a unui nivel relativ stabil al dobânzilor, este subliniată importanța politicii monetare și indică, implicit, probabilitatea apariției unei tensiuni de compromis între obiectivul fundamental de stabilitate a prețurilor și obiectivul de stabilitate financiară.

Ca urmare, Comisia Europeană a propus, în mai 2009, pornind de la recomandările din Raportul Grupului Larosière<sup>4</sup>, un pachet de reforme între care și crearea Consiliului European de Risc Sistemic căruia îi revine sarcina de a formula și implementa propuneri în vederea supravegherii macroprudențiale. Propunerea Comisiei Europene a primit sprijinul și susținerea Consiliului European o lună mai târziu.

Înainte de atribuțiile concrete privind asigurarea stabilității financiare cu care este înzestrată o bancă centrală ca urmare a pachetului de reforme, trebuie menționat că autoritățile monetare sunt furnizori unici de mijloace legale de plată și sunt direct interesate ca sistemul bancar să fie stabil și funcțional. Un sistem bancar sănătos asigură existența unui sistem național funcțional de plăți și a unui mecanism eficient de transmisie a semnalelor de politică monetară. Astfel, autoritățile monetare au un rol natural și sunt implicit implicate în asigurarea stabilității financiare (Isărescu, 2009), tocmai datorită atribuțiilor fundamentale tradiționale menționate în mandatele băncilor centrale.

Pe de altă parte, stabilirea noului cadru de supraveghere macroprudențială la nivelul Uniunii Europene aduce în dezbatere câteva chestiuni sensibile vis-à-vis de modul în care realizarea supravegherii macroprudențiale se armonizează și acompaniază performanța celorlalte obiective a căror îndeplinire contribuie de asemenea la realizarea stabilității financiare.

Lucas Papdemous (2009) a adus în discuție natura raportului dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară (posibilitatea existenței la nivelul autorității monetare a unui compromis între obiectivul fundamental și cel de stabilitate financiară). Obiectivele, responsabilitățile și instrumentele supravegherii macroprudențiale în UE, rolul și contribuția autorității monetare europene (BCE) la realizarea stabilității financiare și a supravegherii macroprudențiale a sistemului financiar european, au făcut de asemenea subiectul discuțiilor.

Criza financiară globală a determinat modificări structurale semnificative ale economiei globale. Piața muncii a fost afectată prin scăderea gradului de angajare și creșterea șomajului în economiile occidentale. Capacitățile de producție au migrat, sub influența avantajelor competitive, dinspre economiile dezvoltate înspre economiile emergente, ceea ce a atras după sine și reorientarea fluxurilor financiare care urmăreau randamente mai mari și mai rapide.

---

<sup>4</sup> Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009.

Globalizarea, fenomen promovat intens în mediul economic internațional pentru beneficiile pe care le implică (scăderea costurilor, liberalizarea comerțului și a mișcărilor capitalului), aduce cu sine nu numai libertăți și beneficii ci și riscuri. Factorul de producție esențial în acest context nou este capitalul financiar. Liberalizarea mișcărilor de capital a dus la scăderea semnificativă a importanței forței de muncă care în economiile emergente abundă, ceea ce o face mult mai puțin coercitivă și aduce competitivitate prin costul redus, ceea ce justifică fluxurile ample și frecvente de capital financiar la nivel global.

În acest context, se ridică problema dacă autoritatea monetară, cu ajutorul instrumentelor de care dispune, poate asigura concomitent păstrarea valorii banilor în timp și menținerea sistemului financiar în stare de echilibru, în cazul în care realizarea lor poate implica adoptarea unor măsuri divergente (Isărescu, 2009).

În mod convențional raportul dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară este tratat ca fiind unul de reciprocitate în care cele două stări de stabilitate se induc reciproc. Condiția de bază este realizarea obiectivului fundamental al băncii centrale de stabilitate a prețurilor și, implicit, control al inflației. Pe de altă parte, adoptarea acestei abordări nu poate oferi garanția totală a realizării și menținerii stabilității financiare pe termen lung. Respectarea condiției de stabilitate a prețurilor nu a condus la evitarea acumulării de dezechilibre în economiile asiatice înaintea crizei din 1997-1998.

Relația dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară poate fi analizată și prin prisma evaluării instituțiilor, politicilor și instrumentelor care contribuie la realizarea și menținerea lor. Spre exemplu, pentru temperarea presiunilor inflaționiste autoritățile monetare adoptă o politică monetară moderat sau accentuat restrictivă ceea ce implică scumpirea capitalului financiar prin creșterea dobânzii și sterilizare consistentă a excedentului de lichiditate.

Cele două măsuri pot duce la o apreciere a monedei locale mai ales în cazurile în care nu au loc intervenții în piața valutară ca și consecință a adoptării în prealabil a regimului de țintire directă a inflației. Libertatea politicii monetare de a corecta un potențial dezechilibru al prețurilor este limitată de nivelul de stabilitate și robustețea sistemului financiar. Un sistem financiar cu o stabilitate fragilă este vulnerabil în fața șocurilor valutare și are o capacitate redusă de a preîntâmpina o criză bancară.

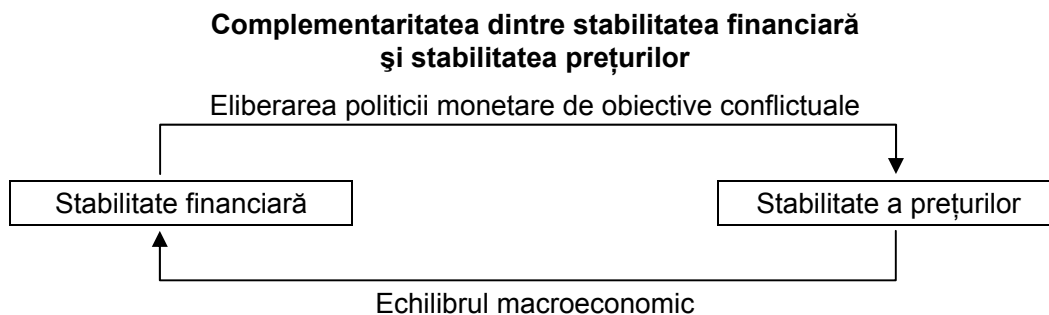
Pe de altă parte, intervenția băncii centrale prin intermediul cursului de schimb valutar (pentru a tempera oscilațiile valutare) implică generarea unor tensiuni în sistemul bancar (cu precădere în situația în care nivelul de substituție valutară este ridicat: euroizare, dolarizare etc.) și, nu în ultimul rând, poate deteriora starea de stabilitate macroeconomică prin dezechilibrarea balanței comerciale (o apreciere excesivă va încuraja importurile și va eroda competitivitatea exporturilor). Altfel spus, în contextul existenței unui cadru financiar și macroeconomic fragil și relativ instabil, autoritatea monetară nu poate evalua o eventuală apreciere accelerată a monedei decât ca și consecință a acțiunii unui factor extern (de exemplu intrări speculative de capital) și mai puțin

probabil ca și consecință a accelerării intempestive a cererii externe (care ar putea genera o creștere masivă a exporturilor și implicit a intrărilor de valută în economie).

Raționamentul intervenției în piața valutară este justificat prin “teama de flotare” menționată în analiza publicată de către Calvo și Reinhart în anul 2000<sup>5</sup>. Autorii au ajuns la concluzia că majoritatea statelor emergente care (în anii '90) susțineau că permit flotarea monedelor proprii, în fapt, nu au permis-o (de exemplu, din considerente de protejare a credibilității). Flotarea a fost permisă doar la nivel declarativ, autoritățile monetare intervenind de fapt considerabil în piața valutară pentru a preîntâmpina volatilitatea prea mare a cursului de schimb.

Astfel, se poate trage concluzia că între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară există o relație de complementaritate deoarece eficiența politicii monetare în atingerea obiectivului fundamental al autorității monetare de stabilitate a prețurilor depinde în mod considerabil de realizarea condiției de stabilitate financiară. Pe de altă parte, îndeplinirea condiției de echilibru macroeconomic este dificil de realizat în lipsa unui sistem financiar stabil.

**Figura nr. 1**



Sursa: Isărescu, 2009

<sup>5</sup> Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, “Fear of Floating”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 7993, 2000.

## FLUCTUAȚIILE MEDIULUI ECONOMIC – RISURI ASUPRA MACROSTABILITĂȚII

Criteriile de la Maastricht utilizate pentru evaluarea stabilității macroeconomice vizează realizarea abaterii maxim acceptate în ceea ce privește comportamentul prețurilor (cel mult 1,5 puncte procentuale peste media celor mai mici trei inflații dintre statele membre), dobânzilor pe termen lung (cu cel mult 2 puncte procentuale peste media celor mai mici trei inflații dintre statele membre), a cursului de schimb (fluctuații de cel mult +/- 15%), a datoriei publice (să nu depășească echivalentul a 60% din PIB) și a poziției bugetare (poziția deficitară să nu depășească 3% din PIB). Îndeplinirea acestor criterii crea premisele menținerii stabilității prețurilor asigurând perspectivele unei creșteri economice susținute și limitarea vulnerabilității economiei la șocurile externe.

**Figura nr. 2**

### Criteriile de la Maastricht – indicatori de convergență nominală

| Indicatorii de convergență nominală                                                    | Criteriile de la Maastricht                                                                         | România                        | Diferență față de criteriu |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| <b>Rata inflației (IAPC)</b><br>(procente, medie anuală)                               | <1,5 pp peste 0,5%* (media celor mai performanți 3 membri UE)                                       | <b>3,7</b><br>(octombrie 2013) | <b>+1,7pp</b>              |
| <b>Ratele dobânzilor pe termen lung</b><br>(procente, medie anuală)                    | <2 pp peste 3,1%* (media celor mai performanți 3 membri UE din perspectiva stabilității prețurilor) | <b>5,7</b><br>(octombrie 2013) | <b>+0,6pp</b>              |
| <b>Cursul de schimb față de euro**</b><br>(apreciere(+)/depreciere (-)<br>procentuală) | ±15 procente                                                                                        | <b>1,5 / -6,3</b>              | ✓                          |
| <b>Deficitul bugetului consolidat***</b><br>(procente în PIB)                          | sub 3 la sută                                                                                       | <b>3,0</b>                     | ✓                          |
| <b>Datoria publică***</b><br>(procente în PIB)                                         | sub 60 la sută                                                                                      | <b>37,9</b>                    | ✓                          |

\*) nivel de referință, octombrie 2013 (Suedia, Letonia, Irlanda).

\*\*) Calculat ca deviația maximă, a cursului de schimb față de euro în intervalul decembrie 2011 - noiembrie 2013 comparativ cu media înregistrată în noiembrie 2011, pe baza datelor zilnice. O deviație în sens ascendent/descendent presupune aprecierea/deprecierea monedei comparativ cu nivelul cursului de schimb consemnat în noiembrie 2011.

\*\*\*) 2012; metodologie SEC95.

Sursa: Isărescu, 2013

Dacă înainte de declanșarea crizei financiare îndeplinirea setului de criterii nominale Maastricht era considerată ca fiind expresia echilibrului economiei, în perioada ulterioară crizei a devenit cert că îndeplinirea acestor criterii este necesară însă nu și suficientă pentru a considera economia ca fiind în stare de echilibru și pregătită să funcționeze eficient în cadrul zonei euro.

Figura nr. 3

Tabloul de bord aferent procedurii privind dezechilibrele macroeconomice

|           | Soldul contului curent   | Poziția investițională internațională netă (PIIN) | Cursul de schimb real efectiv (pe baza IAPC) | Ponderea în exporturile globale de bunuri și servicii | Indicele nominal al costului unitar cu forța de muncă | Indicele prețurilor imobiliare | Datoria privată | Fluxul creditului acordat sectorului privat | Datoria publică | Rata șomajului    | Pasivele sectorului financiar (neconsolidat) |
|-----------|--------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------------------------------|-----------------|-------------------|----------------------------------------------|
|           | % în PIB, medie pe 3 ani | % din PIB                                         | variație % pe 3 ani                          | variație % pe 5 ani                                   | variație % pe 3 ani                                   | variație % pe 1 an             | % din PIB       | % din PIB                                   | % din PIB       | %, medie pe 3 ani | variație % pe 1 an                           |
|           | -4%/+6% din PIB          | -35% din PIB                                      | ±5% (EA)<br>±11% (non-EA)                    | -6%                                                   | +9% (EA)<br>+12% (non-EA)                             | +6%                            | 160% din PIB    | +15% din PIB                                | 60% din PIB     | 10%               | 16,5%                                        |
| <b>BG</b> | -0,9                     | -79,7                                             | -4,0                                         | 4,8                                                   | 7,4                                                   | -5,3                           | 131,8           | 2,5                                         | 18,5            | 11,3              | 10,1                                         |
| <b>CZ</b> | -3,0                     | -49,5                                             | 0,4                                          | -4,2                                                  | 3,9                                                   | -3,9                           | 72,4            | 0,6                                         | 46,2            | 7,0               | 5,4                                          |
| <b>HU</b> | 0,6                      | -103,1                                            | -1,2                                         | -17,8                                                 | 4,4                                                   | -9,2                           | 131,0           | -6,1                                        | 79,8            | 11,0              | -8,3                                         |
| <b>PL</b> | -4,6                     | -66,6                                             | 1,3                                          | 1,3                                                   | 4,4*                                                  | -5,9                           | 74,7            | 3,4                                         | 55,6            | 9,8               | 9,6                                          |
| <b>RO</b> | -4,4                     | -67,9                                             | -1,9                                         | 5,9                                                   | 4,8                                                   | -9,2                           | 72,9            | 0,9                                         | 37,9            | 7,2               | 5,3                                          |

\*) discontinuitate în seria de date

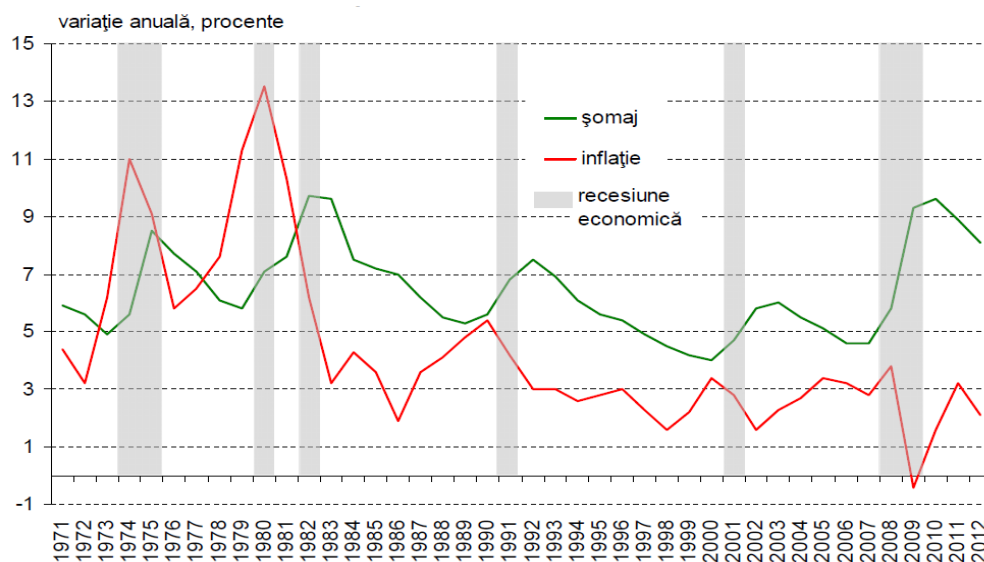
Sursa: Isărescu, 2013

Criteriile nominale au fost completate cu un set de criterii reale, noul tablou de bord oferind o imagine mai amplă și mai realistă pentru evaluarea gradului de convergență și a consistenței stabilității macroeconomice dar și pentru a facilita evaluări comparative.

Teoria economică definește cadrul macroeconomic stabil ca fiind caracterizat prin prețuri stabile și, în consecință, inflație scăzută care să erodeze cât mai puțin investițiile, curs de schimb fără oscilații ample, un sistem de taxare stabil, adecvat și predictibil și o structură instituțională simplă și funcțională din punct de vedere decizional și operațional. Un astfel de mediu va atrage investițiile străine care vor contribui la dezvoltarea economiei generând creștere economică și bunăstare (Samuelson și Nordhaus, 2010). Acest scenariu nu este neapărat imposibil.

**Figura nr. 4**

**Evoluția inflației și a șomajului în perioadele de recesiune - SUA**



Sursa: Bureau of Labor Statistics, International Monetary Fund

În a doua parte a secolului trecut, au fost făcute progrese economice importante iar bunăstarea a crescut. Economiiștii<sup>1</sup> au observat că la începutul anilor '80 producția economiei americane a fost mult mai stabilă, fluctuațiile ciclului de afaceri au scăzut considerabil la mijlocul anilor '80 precum și șomajul, iar creșterea economică reală nu mai avea oscilații ample (figura 4, pag.9).

<sup>1</sup> Chang-Jin Kim și Charles Nelson "Has the U.S. economy become more stable? A Bayesian approach based on a Markov-switching model of the business cycle". *Review of Economics and Statistics*, 1999; McConnell, Margaret și Gabriel Pérez-Quirós "Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?", *American Economic Review*, 2000

Existau argumente care puteau să confirme că abordarea duală<sup>2</sup> a Fed, care urmărea simultan realizarea stabilității prețurilor și un grad maxim de angajare a condus la reducerea volatilității și stabilizarea producției.

“Marea Moderație”<sup>3</sup>, din care ciclurile de afaceri părea ca au dispărut, a fost explicată cu precădere ca fiind o consecință a unei politici monetare mai eficiente a Fed care a dus de fapt la stabilizarea producției și a separat investițiile gospodăriilor de ciclul economic<sup>4</sup>.

Au existat opinii conform cărora datorită predictibilității mari, companiile au fost mai puțin preocupate de pozițiile de lichiditate și implicit de deținerile de capital însă au avut un apetit mai mare pentru risc. Odată cu declanșarea crizei financiare din anul 2007 și a recesiunii economice, însoțită de o deteriorare considerabilă a încrederii care a urmat-o, “Marea Moderație” s-a încheiat. În mediul economic existau opinii<sup>5</sup> care susțineau că lumea a intrat în cea mai mare recesiune de după cea din 1930.

Roubini considera că “dacă nu va exista o creștere a cheltuielilor guvernamentale, atunci contracția va fi mult mai severă”, în timp ce Bahravesch atrăgea atenția ca “stimulul fiscal ar putea să nu fie suficient sau instrumentul corect” iar Rogoff sublinia că “dacă nu vom repara sistemul bancar în același timp atunci nu realizăm decât o îmbunătățire temporară a economiei” ceea ce este “ca și cum ai face o transfuzie de sânge unui pacient care încă sângerează”. Tot Rogoff considera că “este neobișnuit pentru o recesiune să dureze mai mult de doi ani”, concluzie asupra căreia evoluțiile ulterioare ridică semne de întrebare. Consecințele crizei au fost dure ca urmare a contracțiilor considerabile ale producției, pieței forței de muncă, pieței de capital, a pieței resurselor minerale și, de asemenea, neașteptate. A dispărut mitul “too big to fail” consecință a colapsului total al “Lehman Brothers”, guvernele au preluat băncile comerciale cu probleme prin credite guvernamentale “bailout” chiar și în Anglia unde după atacul din 1992 asupra lirei sterline din “miercurea neagră”<sup>6</sup> autoritățile monetare au afirmat că nu vor mai interveni pentru susținerea băncilor comerciale.

S-a declanșat un val de tensiuni aparent separate, însă în fapt conectate, în piețele imobiliare (cu contracții mari), a creditului (prin diminuarea considerabilă a

<sup>2</sup> Legislația menționează la misiunea Fed ca “... trebuie să mențină creșterea pe termen lung a agregatelor monetare și de credit, proporțional cu potențialul economiei pe termen lung de a crește producția, astfel încât să promoveze eficient obiectivele de angajare maximă a forței de muncă, prețuri stabile și dobânzi moderate pe termen lung”.

<sup>3</sup> James Stock și Mark Watson, “Has the Business Cycle Changed and Why?”, 2002.

<sup>4</sup> Federal Reserve Bank of Chicago, “Monetary Policy, Output Composition and the Great Moderation”, 2007.

<sup>5</sup> Keneth Rogoff, Nouriel Roubini, Nariman Behravesch, “Two top economists agree 2009 worst financial crisis since great depression; risks increase if right steps are not taken”, February 29, Reuters, 2009.

<sup>6</sup> 16 septembrie 1992, guvernul britanic a fost forțat să retragă lira din Mecanismul Ratei de Schimb nefiind în măsură să o susțină deasupra limitei inferioare de fluctuație. George Soros, a făcut un profit de peste 1 miliard de lire din operațiuni de “short selling” pe lira sterlină.

cererii solvabilă și prudent ofertei), monetare (prin evaporarea lichidităților, ceea ce a necesitat injecții masive din partea autorităților) care au fost acompaniate de erodarea încrederii (ceea ce a condus la deteriorarea semnificativă a unui “activ” care nu poate fi cumpărat, împrumutat sau închiriat în nicio piață, capitalul de încredere).

În discuțiile economiștilor, dezbaterile pe tema “ciclului economic”, acele “crize comerciale și returul lor periodic”, descoperite de Juglar<sup>7</sup> și care au făcut tranziția de la teoriile crizelor la teoriile ciclurilor economice, subiect relativ marginalizat în perioada de expansiune, au recăpătat consistență.

Ținând seama de literatura și teoria economică, ciclul economic poate fi definit ca fiind o succesiune de patru faze prin care economia trece în mod repetitiv, fără o frecvență regulată, predictibilitate precisă sau amplitudini egale, datorită unor dezechilibre de natură macroeconomică (în sectorul de producție și piața muncii), financiară (care erodează stabilitatea prețurilor, a dobânzilor și a monedei) și de încredere, care se autoalimentează. Cele patru faze ale unui ciclu economic indică patru ipostaze prin care trece economia:

- două ipostaze limită (punctele de maxim și minim) cu efervescență și panică;
- două ipostaze tranzitorii (expansiunea și contracția) cu transformări și realocări.

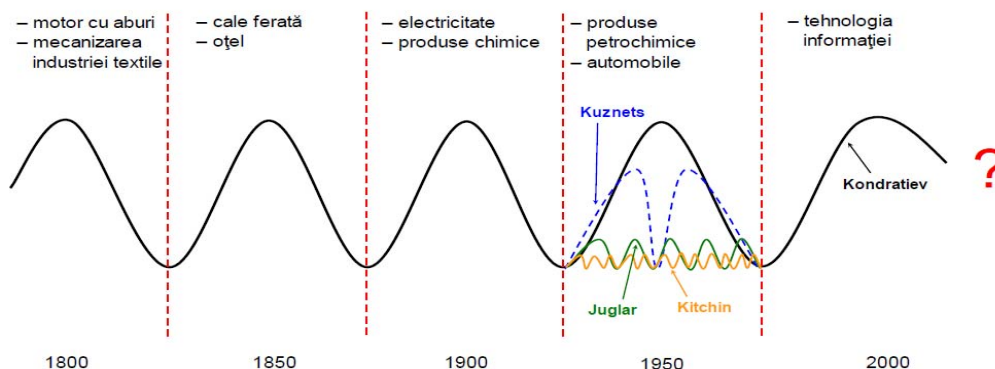
Stările de echilibru și dezechilibru în evoluție ciclică sunt oscilații ale PIB în jurul tendinței pe termen lung și sunt inerente economiei de piață (Isărescu, 2013). La mijlocul secolului trecut ciclurile economice au fost clasificate în literatura economică în funcție de tipologia și durata pe care o au iar unele au primit numele celor care le-au descoperit. Astfel, au fost evidențiate patru tipuri principale de cicluri care caracterizează comportamentul următoarelor elemente:

- stocurile (cicluri Kitchin), cu durata de circa 40 de luni, cauza principală fiind necesitatea refacerii stocurilor;
- investițiile în fonduri fixe (cicluri Juglar), cu durata de circa 10 ani, generate de comportamentul proceselor industriale ample;
- investițiile în infrastructură (cicluri Kuznets), cu durata de 15-25 de ani, determinate de procese demografice intense cu impact asupra comportamentului activității în construcții;
- inovațiile tehnologice (Kondratiev), cu cea mai lungă durată, de circa 50 de ani, inițiate de inovații tehnologice semnificative, compuse dintr-o suită de cicluri de durată mai mică (Isărescu, 2013).

<sup>7</sup> Clement Juglar a identificat în 1860 cicluri economice cu o durată de 7 până la 11 ani, “Des Crises Commerciales et de leur Retour Périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis”, 1862 (versiunea originală), 1889 (versiunea revizuită); Daniele Besomi, “Clément Juglar and the transition from crises theory to business cycle theories”, dizertație, Paris, 2 decembrie, 2005.

Figura nr. 5

## Ciclul Kondratiev – interpretare simplificată



În interpretarea simplificată a ciclului Kondratiev (figura 5, pag. 12) sunt evidențiate atât compunerea din cicluri de durate mai mici (ale stocurilor și investițiilor în fonduri fixe și în infrastructură) cât și inovațiile tehnologice semnificative care au determinat expansiuni, puncte de maxim, contracții și puncte de minim și, în timp, câștiguri de productivitate și plusuri de valoare (Isărescu, 2013).

Literatura economică<sup>8</sup> evidențiază că un ciclu economic durează de obicei între 2 și 10 ani. Pe de altă parte, ținând seama de perioadele mari de creștere din secolul trecut dar și de criza financiară recentă, se poate remarca faptul că în ultimul secol frecvența și durata fazelor ciclurilor s-a modificat prin extinderea fazelor de expansiune și reducerea celor de contracție<sup>9</sup>. Modificările fenomenului au dus la modificări de evaluare și implicit la evoluția teoriei ciclurilor.

Ritmul constant de inovare tehnologică a automatizat și accelerat procesele de producție (robotizarea și producția de masă și diversificată), a modernizat metodele de distribuție a bunurilor și serviciilor (canalele on-line), a modificat comportamentul cererii (sensibilitate accentuată la ofertă<sup>10</sup>) și, implicit, comportamentul ciclurilor.

Teoriile ciclurilor economice au încercat să găsească soluții eficiente, măsuri anticiclice, pornind de la înțelegerea condițiilor care provoacă declanșarea crizelor pentru a ajunge la măsuri de contracarare și politici anticiclice preventive.

Teoria suprainvestirii consideră că oferta își creează propria cerere (Legea lui Say). Astfel, elementul central al teoriei este oferta factorilor de producție.

<sup>8</sup> Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D., „Macroeconomics”, nineteenth edition, McGraw-Hill, 2010.

<sup>9</sup> Mugur Isărescu, „Cicluri Economice...”, dizertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Politehnice București, octombrie, 2013.

<sup>10</sup> Legea lui Say, „oferta își creează propria cerere”, este aplicată cu succes în activitatea comercială unde factorii de producție au fost înlocuiți cu bunuri și servicii.

Suprainvestirea presupune și supraeconomisire care să faciliteze acumularea de resurse pentru finalizarea investițiilor. Dificultatea finanțării investițiilor ca urmare a reducerii transferului de resurse<sup>11</sup> (constituite prin economisire și acumulări de profituri), pe fondul scumpirii factorilor de producție și concentrării acestora în sectoarele care produc bunuri de consum, creează premisele intrării în recesiune. Trecerea la etapa de expansiune presupunea o combinație ideală pentru orice investitor: factori de producție ieftini și oportunități.

Apariția sau crearea unor oportunități și fructificarea lor țin de modul antreprenorial de a gândi, ceea ce îl caracteriza pe Schumpeter<sup>12</sup> care spunea: „În antreprenariat, există o înțelegere pe care o facem în legătură cu un anumit tip de comportament, care include: inițiativă, organizarea și reorganizarea mecanismelor socioeconomice și acceptarea riscului și a eșecului”. Capitalul investițional neimplicat în procesul de producție în perioada de declin este liantul dintre factorii de producție ieftini și oportunități pentru începerea unui nou ciclu.

„Marea Depresiune” nu a avut ca efect imediat dispariția încrederii la nivelul economiei americane. Rockefeller spunea că în cei 93 de ani ai săi recesiunile „au venit și au trecut”, prosperitatea însă „a revenit mereu și va reveni din nou”. După ce în „marșea neagră”<sup>13</sup> bursa s-a prăbușit, la începutul anului 1930 a avut loc o revenire până la nivelul la care fusese în aprilie 1929.

În prima parte a anului 1930 cheltuielile guvernamentale au crescut față de primul semestru al anului precedent iar populația, care a suferit pierderi mari datorită prăbușirii bursei, și-a redus cheltuielile cu circa 10%, iar producția agricolă a fost compromisă de secetă.

În plan monetar dobânzile au scăzut la nivele joase însă așteptările deflaționiste și atitudinea reluctantă a populației față de împrumuturile bancare indicau nivelul foarte scăzut al cheltuielilor populației și al investițiilor.

Cu toate că a fost menținută stabilitatea salariilor în primul an de criză, prețurile au început să scadă la modul generalizat (declanșarea spiralei deflaționiste a avut loc în 1931). Prețurile mărfurilor au scăzut dramatic înrăutățind vizibil condițiile de trai în zonele rurale iar șomajul a crescut în industria minieră și forestieră. Efectul de contagiune internațională a determinat contracții economice în marea majoritate a celorlalte țări.

Teoria clasică nu a reușit să ofere o explicație a amplitudinii șocului „Marii Depresiuni” prin prisma ofertei de factori de producție. Teoria keynesiană abordează situația prin acordarea rolului major în determinarea producției nu factorilor de producție ci cererii agregate.

Rolul de stimulator al cererii agregate revine politicilor macroeconomice activiste cu accent pe politica fiscală. Cererea agregată influențează investițiile, care sunt elementul determinant al fazelor ciclului (ca intensitate și durată).

<sup>11</sup> Investițiile scad ca și consecință a reducerii marjelor de profit.

<sup>12</sup> „The Theory of Economic Development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle”, 1911 (tradusă în 1934).

<sup>13</sup> 29 octombrie, 1929.

În anii '60 și '70 Anglia s-a confruntat "nu doar cu inflația pe de o parte sau stagnarea pe de altă parte ci cu ambele simultan. Avem un fel de situație de stagflație"<sup>14</sup>. Manifestarea simultană a unei inflații mari concomitent cu încetinirea creșterii economice și un șomaj ridicat a fost definită ca situație de "stagflație".

Teoria monetaristă a apărut și a fost dezvoltată din necesitatea de a găsi o soluție pentru noua problemă. Stimulul fiscal constant al cererii agregate s-a dovedit a fi ineficient iar atenția se reîndreaptă înspre ideile economiștilor clasici și oferta agregată.

Gradul de ocupare al forței de muncă și nivelul producției nu sunt dependente de comportamentul cererii agregate însă fluctuațiile șomajului și producției sunt rezultatul interacțiunii cererii și ofertei în piața bunurilor și serviciilor.

Teoria monetaristă apreciază cu reținere posibila eficacitate a politicilor de stabilizare macroeconomică. Argumentele care justifică această reținere constau în faptul că precizia acestor politici depinde de anumite elemente incerte cum ar fi disponibilitatea datelor statistice în timp real, procesul legislativ și decizional, eficiența mecanismelor de transmisie a semnalelor de politică macroeconomică în economie etc., elemente care pot deteriora capacitatea politicilor macro de a menține condiția de stabilitate economică.

Teoria monetaristă consideră că sistemul economic are capacitatea de a se autoregla în lipsa politicilor activiste și subliniază condiția de independență a politicii monetare prin prisma independenței băncilor centrale și a regulilor.

Ceea ce este comun acestor teorii, indiferent de momentul în care au fost construite, elementul-cheie în jurul căruia au fost construite sau eficiența lor, este faptul că au apărut ca urmare a necesității de a soluționa o problemă destul de clar identificată. Privind retrospectiv, complexitatea problemei de soluționat apare și se accentuează în cazul teoriei monetariste prin acel „fel de situație de stagflație” menționat de Macleod.

Întrebarea care se pune este dacă și pe viitor problemele vor fi „clar identificate” și soluționate din punct de vedere al teoriei ciclurilor (și nu neapărat doar din acest punct de vedere).

Spre exemplu, în anii '70 cartelul OPEC a crescut prețul petrolului generând un lanț de reacții negative asupra prețului energiei, producției companiilor, salariilor, consumului salariaților etc. Alte exemple pot fi șocurile tehnologice generate de un eveniment care anihilează capacitatea economiei de a produce bunuri și servicii în ritmul în care le producea înainte sau șocurile financiare (de exemplu criza financiară globală cu toate valențele sale: imobiliară, lichiditate, datorie, încredere etc.).

Acestea sunt doar câteva exemple de șocuri externe, aproape imposibil de anticipat din punct de vedere al momentului propagării, amplitudinii, efectelor

<sup>14</sup> Iain Macleod, purtătorul de cuvânt pe probleme economice al Partidului Conservator a atras atenția asupra gravității situației economice a Angliei în Camera Comunelor, November, 1965.

secundare, duratei, dar mai ales al sectoarelor economice sau regiunilor geografice asupra cărora se va dispersa. Această caracteristică reflectă și unul din punctele de vulnerabilitate ale teoriei ciclului real de afaceri (RBC).

Teoria RBC vizează soluționarea șocurilor externe tehnologice (de productivitate) și pornește de la minimizarea rolului ofertei agregate până la eliminare, concomitent cu creșterea rolului ofertei agregate. Teoria pornește de la asumptiile că, ipotetic, piețele sunt eficiente, salariile și prețurile nu sunt rigide, agenții economici sunt raționali și nu greșesc sistematic<sup>15</sup>, există analize microeconomice<sup>16</sup> privind comportamentul gospodăriilor sau companiilor care susțin o dezvoltare macroeconomică<sup>17</sup> (microfundații), iar analizele economice vizează și comportamentul microfundațiilor și nu se bazează doar pe analiza corelațiilor dintre datele istorice<sup>18</sup>.

Ciclul de afaceri, așa cum este tratat de RBC, este o consecință exclusivă a șocurilor tehnologice. Șocul tehnologic va modifica ciclul prin prisma impactului pe care îl are asupra alocării forței de muncă, stocurilor, timpului de implementare a investițiilor proiectate. Din perspectiva acestei teorii, politicile macroeconomice afectează doar comportamentul prețurilor în economie, fără a genera efecte economice reale. Într-un mediu economic real, teoria RBC percepe perioadele de creștere economică și recesiunile ca fiind răspunsuri eficiente la schimbările externe.

Realitățile pieței privind comportamentul prețurilor și condițiile de competitivitate au condus la dezvoltarea teoriei neo-keynesiene. Această teorie extinde severitatea modelelor neoclasice prin faptul că adaugă acestora condițiile privind competiția imperfectă și lipsa de flexibilitate a veniturilor salariale și a prețurilor.

Astfel, datorită faptului că echilibrarea piețelor în mod instantaneu nu este posibilă atât timp cât condiția de flexibilitate completă a prețurilor nu este satisfăcută, rolul revine politicilor macroeconomice. Sentimentul piețelor și așteptările sunt importante deoarece pot da eficiență politicilor de macrostabilizare chiar și în situația în care aceste politici nu acționează în mod direct asupra variabilelor macroeconomice relevante. Realizarea acestui scop este condiționată însă de capacitatea politicilor de macrostabilizare de a construi un sentiment pozitiv și încredere în cadrul mediului de afaceri.

<sup>15</sup> Robert Lucas, "Teoria așteptărilor rationale", 1972.

<sup>16</sup> Maarten Janssen, "Microfoundations", in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd ed, 2008.

<sup>17</sup> Robert J. Barro, "Macroeconomics", 4th ed., 1993.

<sup>18</sup> Lucas, Robert, "Econometric Policy Evaluation: A Critique", 1976.

## IMPLICAȚIILE LIBERALIZĂRII CONTULUI DE CAPITAL – CAZUL ROMÂNIEI

Ceea ce explică mișcările rapide de capital la nivel internațional în ultimele trei decade este, în cea mai mare măsură, liberalizarea conturilor de capital. Creșterea acestor fluxuri de la mijlocul anilor '80 (atât între țările industrializate cât și între acestea și țări în dezvoltare) este asociată cu obținerea de beneficii (pe termen lung) dar, totodată, explică și apariția dezechilibrelor macroeconomice și a crizelor financiare.

Liberalizarea contului de capital presupune, în linii mari, diminuarea bruscă sau graduală (mai recomandată), până la eliminare, a restricțiilor asupra mișcării libere a capitalurilor care intră și ies din economie, ceea ce presupune o creștere a gradului de integrare financiară cu economia globală.

Nu există un model sigur de realizare a liberalizării și nici condiții certe care, odată îndeplinite, pot asigura evitarea unui potențial dezechilibru financiar. Spre exemplu, statele din America Latină au stăpânit cu dificultate ieșirile de capital în anii 70'-80' în ciuda exercitării unui control al fluxurilor care părea a fi destul de consistent.

Pe de altă parte, multe state în dezvoltare (printre care câteva în Africa) au decis să nu exercite un control consistent al mișcării capitalurilor însă inițial s-au confruntat cu intrări ușoare de capital. Prin urmare, se poate concluziona că nu există un mod exact de cuantificare a nivelului optim sau a eficienței controlului asupra mișcărilor de capital.

Controlul liberalizării contului de capital nu are ca prim scop restricționarea mișcării capitalurilor ci protejarea pe o perioadă dată (și greu de stabilit anticipat cu exactitate) de riscurile asociate fluctuațiilor fluxurilor de capital. Amânarea liberalizării poate conduce la erodarea ritmului susținut al reformelor și deteriorarea performanțelor deja obținute.

Există suficiente argumente pentru a justifica decizia de a controla atât intrările cât și ieșirile de capital. Spre exemplu, dacă un stat cu un sistem bancar fragil permite rezidenților să investească liber în străinătate, se poate confrunta cu un *exod al economiilor interne* ceea ce ar deteriora funcționalitatea sistemului bancar.

Pe de altă parte, intrările de capital pe termen scurt se pot transforma în *ieșiri foarte rapide de capital*, dacă în economia statului gazdă apar șocuri macroeconomice grave (a căror efecte pot fi amplificate de ieșirile de capital). În alte cazuri, statele în dezvoltare pot practica controlul intrărilor de capital, urmărind în fapt *selectarea acelor intrări cu un grad mare de stabilitate* (cum ar fi investițiile străine directe – intrări de capital pe termen lung cu risc speculativ/de migrare imediată redus). Nu în ultimul rând, sunt state (spre exemplu cazul Chile)

care pot decide să facă uz de un control selectiv al fluxurilor de capital încercând *să determine o mișcare a intrărilor de capital pe termen scurt către maturități mai mari*, prin impunerea unei taxe asupra ieșirilor de capital din economie mai devreme de un an (perioadă care poate fi modificată după caz).

Înainte de toate, decizia de a liberaliza mișcarea capitalurilor indică asumarea de către autoritățile statului în cauză a responsabilității față de adoptarea și implementarea unor politici economice consistente și eficiente. Teoretic, liberalizarea contului de capital permite alocarea mai eficientă a resurselor financiare dinspre statele dezvoltate (cu surplus de capital) spre statele în dezvoltare (cu deficit de capital).

Acest fapt aduce câștiguri mai mari celor ce economisesc în statele dezvoltate și generează creștere economică, oportunități/locuri de muncă și creșterea standardului de viață în statele în dezvoltare prin prisma transferurilor de tehnologie și “know how” managerial care încurajează competiția, dezvoltarea economică și maturizarea financiară a statelor receptor.

O posibilă strategie presupune acceptarea riscului și liberalizarea fluxurilor de capital în contextul adoptării unor instrumente/metode de control cât mai adecvat a riscului. Oricum, condițiile esențiale a fi satisfăcute înainte de luarea deciziei de liberalizare a mișcărilor de capital pot fi: (i) – un grad cât mai mare de deschidere/liberalizare a contului curent, (ii) – deschiderea sistemului financiar intern, (iii) - existența unui cadru instituțional și a unor politici economice interne stabile, consistente și coerente, (iv) - existența unui sector financiar eficient și bine reglementat, (v) - crearea unui sistem cât mai adecvat de monitorizare a fluxurilor de capital.

În comparație cu alte state din Europa Centrală și de Est, România a decis mai târziu inițierea procesului de liberalizare a contului de capital, cu toate că încă din 1998 contul curent era deplin liberalizat iar în 1999 a fost inițiat un proces amplu de restructurare și asanare a sistemului bancar. Pe de altă parte, prima decadă a perioadei post decembriste a fost caracterizată de manifestarea unor presiuni majore asupra prețurilor, inflație ridicată și dobânzi în consecință, care pot fi explicate și prin prisma adoptării unei abordări graduale a reformelor structurale și implicit a programelor de macrostabilizare. Totodată, era necesară îndeplinirea a trei condiții “sine qua non” înaintea începerii procesului de liberalizare: restructurarea sistemului bancar, consolidarea sectorului financiar și realizarea unui nivel suficient de acoperire cu rezerve valutare a necesarului de importuri.

În linii mari, economia era caracterizată printr-un nivel redus de monetizare un grad scăzut de intermediere financiară. Banca centrală se afla în poziția de debitor net față de sistemul bancar iar depozitele și creditele erau denuminate preponderent în valută. Coordonarea mixului de politici economice a evidențiat o poziție fiscală în consolidare dar prudența fiscală necesita a fi consolidată pentru protejarea și menținerea tendinței de reducere a inflației în vederea consolidării echilibrelor macroeconomice. În mod ideal veniturile bugetare suplimentare ar fi

trebuit orientate spre destinații sănătoase (investiții, susținerea trecerii la noul sistem de pensii etc.).

Prima etapă de liberalizare a început în 1999 urmând principiul liberalizării intrărilor de capital înaintea ieșirilor și a fluxurilor pe termen mediu și lung înaintea celor pe termen scurt. Odată încheiată, a urmat eliminarea excepțiilor în două etape și realizarea liberalizării totale a contului de capital.

În etapa a doua au fost liberalizate operațiunile în conturi de depozite deschise de către nerezidenți în instituțiile de credit din România iar în etapa a treia s-a trecut la liberalizarea operațiunilor cu instrumente financiare pe piața monetară și liberalizarea operațiunilor în conturi curente și de depozit deschise de către rezidenți în instituțiile de credit din străinătate. Procesul de liberalizare a fost încheiat în anul 2006<sup>1</sup> însă începând cu anul 2005, luna august, în România autoritatea monetară a implementat noua strategie de țintire directă a inflației.

Unele studii sugerau (Lipschitz, Lane și Mourmouras, 2002)<sup>2</sup> că există motive care să justifice migrări masive de capitaluri din economiile dezvoltate (cum ar fi cea a Germaniei) către economiile din estul Europei, deoarece productivitatea marginală a capitalului (media perioadei 1990-2000) în economiile europene în tranziție era mai mare decât în economiile dezvoltate (figura nr. 6).

**Figura nr. 6**

**Productivitatea marginală al capitalului (PMC), (1990-2000)**

|                                    | <b>Polonia</b> | <b>Cehia</b> | <b>Ungaria</b> | <b>România</b> | <b>Slovacia</b> | <b>Bulgaria</b> | <b>Letonia</b> | <b>Lituania</b> | <b>Estonia</b> | <b>Slovenia</b> |
|------------------------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| <b>PMCet/Ger</b>                   | 6.7            | 3.5          | 3.2            | 13.8           | 5.6             | 19.1            | 22.9           | 12.3            | 10.3           | 1.9             |
| Fluxuri potențiale de ISD (USD bn) | 424            | 275          | 259            | 634            | 381             | 752             | 824            | 596             | 542            | 146             |
| Fluxuri actuale de ISD (USD bn)    | 28.4           | 23.1         | 21.3           | 6.5            | 4.7             | 3.3             | 2.4            | 2.4             | 2.3            | 1.7             |

Sursa: Lipschitz, Lane and Mourmouras (2002),

Notă: PMCet – productivitatea marginală a capitalului în economiile în tranziție.

<sup>1</sup> Înainte ca România să adere la Uniunea Europeană.

<sup>2</sup> "Capital flows to transition economies: Master or Servant?", (revised version), FMI, WP/02/11, 2002.

În realitate, după liberalizarea unor intrări de capitaluri pe termen scurt (aprilie 2005) au fost înregistrate intrări masive de capital străin care nu au putut fi temperate de scăderea diferențialului de dobândă. Provocările în construirea politicii monetare au fost majore. Pe de o parte, aprecierea accentuată a monedei ca urmare a liberalizării contului de capital necesita a fi contracarată prin continuarea scăderii ratelor dobânzii însă fără a deteriora procesul de dezinflație (dilema Tosovsky). Pe de altă parte, autoritatea monetară trebuia să prevină intrarea în capcana “trinității imposibile”<sup>3</sup>. În acest sens, autoritatea monetară a decis să adopte (începând cu luna noiembrie 2004) o politică a cursului de schimb vizibil mai flexibilă, a continuat reducerea ratei dobânzii fără însă a steriliza total lichiditatea în exces, iar măsurile restrictive pentru temperarea creșterii accelerate a cererii agregate au fost implementate prin prisma mecanismului rezervelor minime obligatorii.

Strategia băncii centrale a dus la scăderea inflației sub nivelul de 5% în 2007 care a fost însă acompaniată de accentuarea deficitului de cont curent până la 12-13% din PIB (pe fondul caracterului neadecvat al politicii fiscale și de venituri și euforia consumului dată de accesul facil la surse financiare adiționale împrumutate).

---

<sup>3</sup> “Impossible trinity” - Imposibilitatea de a avea simultan o politică monetară independentă, un curs de schimb fix și o libertate totală de mișcare a capitalurilor.

## CONCLUZII

Stabilitatea macroeconomică este necesară pentru a crea o “barieră de protecție” pentru economie față de variațiile dobânzilor și a cursului de schimb, nefiind însă suficientă în acest scop. În raportul asupra competitivității globale prezentat în cadrul Forumului Economic Mondial cu puțin înaintea declanșării crizei din 2007 se menționează că: *“este mai mult decât evident că în absența stabilității macroeconomice, creșterea va fi anemică ... sau, în cel mai bun caz, volatilă”*<sup>1</sup>.

Politicele macroeconomice coerente pot să contribuie la ajustarea dimensiunii fluctuațiilor activității economice însă eficiența acestor politici este erodată consistent după intrarea în faza de recesiune, ca urmare a priorității alocării resurselor adiționale către achitarea datoriilor în pofida consumului și investițiilor.

Prin prisma relației de complementaritate dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, acordarea unui rol important asigurării stabilității financiare în cadrul procesului de definire și gestionare a politicii monetare, este necesară.

“Este evident că, în practică, funcționarea corespunzătoare a pieței a fost distorsionată de stimulentele perverse și de asimetria informațională. Un rol aparte l-au jucat garanțiile implicite oferite de reglementatori operatorilor din piață. Combinația dintre existența acestor garanții și subestimarea riscurilor, asociată în mod obișnuit cu o perioadă prelungită de evoluții economice favorabile, a dus la excese în planul asumării riscurilor și al îndatorării. În opinia mea, lecția pe care o putem desprinde din această experiență este aceea că, pentru a fi viabilă, orice reformare a sistemului financiar trebuie să abordeze sursele eșecului pieței și nu doar să încerce prevenirea consecințelor negative.”<sup>2</sup>

Astfel, se poate reitera faptul că există o relație de complementaritate între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară câtă vreme îndeplinirea condiției de stabilitate financiară este necesară pentru a da eficiență măsurilor de politică monetară care vizează atingerea obiectivului fundamental de stabilitate a prețurilor. Mai mult, experiența liberalizării contului de capital sugerează că un sistem financiar robust și stabil are un aport major în cadrul procesului de macrostabilizare.

---

<sup>1</sup> The World Economic Forum “Global Competitiveness Report 2006-2007”.

<sup>2</sup> Mugur Isărescu, “Viitorul sistemului bancar internațional”, expunere susținută cu ocazia Conferinței anuale a Clubului de la Roma, “PUTEREA MINȚII”, organizată de Clubul de la Roma, ARCoR și Banca Națională a României, București, 2 octombrie 2012.

## BIBLIOGRAFIE

- Abraham-Frois, G., "Economia politică", Ed. Humanitas, București, 1994;
- Aglietta, M. "Macroeconomie financiară", Editura CNI Coresi, 2002;
- Balcerowicz, L., "Libertate și dezvoltare. Economia pieței libere" 1998, Ed. Compania, 2001;
- Barro, R.J., "Macroeconomics", 4th ed., 1993;
- Besomi, D., "Clément Juglar and the transition from crises theory to business cycle theories", dizertație, 2005;
- Bühl, W., "Kulturwandel. Für eine dynamische Kulturosoziologie" Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft, 1987;
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M., "Fear of Floating", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 7993, 2000;
- Dornbusch, R., Fischer, S., "Macroeconomia", Ed. Sedona, Timișoara, 1997;
- ECB, "Financial Stability Review", September, 2009;
- Friedman, M., "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", *Journal of Political Economy*, aug.1969;
- Federal Reserve Bank of Chicago, "Monetary Policy, Output Composition and the Great Moderation", 2007;
- Hallwood, C.P., MacDonald, R., "International Money and Finance", Ed.Blackwell, USA,1994;
- Post Crisis Experience" 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual ResearchConference 7–8, 2013;
- Iancu, A., "Politică și economie. Repere ale unui sistem economic performant", Ed. Expert, București, 2000;
- Isarescu, M., "Cicluri Economice...", dizertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Politehnice București, octombrie, 2013;
- Isărescu, M., "Reflecții economice", vol.I (*Piețe, bani, bănci*) și III (*Contribuție la teoria macrostabilizării*), Editura Expert, București, 2001-2003;
- Isărescu, M., "Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare", Editura Academiei Române, București, 2009;
- Isărescu, M., "Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară", disertație, 8 decembrie, 2006;
- Isărescu, M., "Rolul politicii monetare în mixul de politici macroeconomice", disertație, 12 noiembrie, 2007;
- Isărescu, M., "Uniunea Bancară: principii, provocări și perspective", disertație, 17 mai, 2013;
- Isărescu, M., "Viitorul sistemului bancar internațional", discurs și prezentare, 2 octombrie, 2012;

- 
- Isărescu, M., "România și zona euro", prezentare în cadrul conferinței internaționale ESPERA, București, 2013;
- Juglar, C., "Des Crises Commerciales et de leur Retour Périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis", 1862 (versiunea originală), 1889 (versiunea revizuită);
- Krueger, A., "Stability, Growth, and Prosperity: The Global Economy and the IMF", discurs la conferința FMI de la Montreal, Canada, 2006;
- Kim, C.-J., Nelson, C., "Has the U.S. economy become more stable? A Bayesian approach based on a Markov-switching model of the business cycle", *Review of Economics and Statistics*, 1999;
- Krugman, P., "The return of depression economics and the crisis of 2008", W.W. Norton & Company Inc., New York, London, 2009;
- Official Journal C 191, "Tratatul de la Maastricht", 29 iulie 1992;
- Lipschitz, L., Lane, T., Mourmouras, A., "Capital flows to transition economies: Master or Servant?", (revised version), FMI, WP/02/11, 2002;
- Lucas, R., "Teoria așteptărilor raționale", 1972;
- Lucas, R., "Econometric Policy Evaluation: A Critique", 1976;
- The Ludwig von Mises Institute "The Concise Guide to Economics", 2007;
- McConnell, M., Gabriel Pérez-Quirós, "Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?", *American Economic Review*, 2000;
- Mishkin, S.F., "The economics of money, banking, and financial markets", Tenth edition, Pearson Education Ltd, 2013;
- Mishkin, S.F., Eakins, S.G., "Financial markets and institutions", seventh edition, Pearson Education Ltd, 2012;
- Papademos, L., "Financial stability and macro-prudential supervision: objectives, instruments and the role of the ECB", disertație susținută în cadrul conferinței "The ECB and Its Watchers XI", Frankfurt, September 2009;
- Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU* chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 2009;
- Rogof, K., Roubini, N., Behraves, N., "Two top economists agree 2009 worst financial crisis since great depression; risks increase if right steps are not taken", Reuters, 2009;
- Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D., „Economics”, Editura Teora, București, 2001;
- Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D., „Macroeconomics”, nineteenth edition, McGraw-Hill, 2010;
- Stiglitz, J.E., "Globalizarea. Speranțe și deziluzii", Editura Economică, București, 2003;
- Stiglitz, J.E., "Quand le capitalisme perd la tête", Editura Fayard, Paris, 2004;
- Stock, J., Watson, M., "Has the Business Cycle Changed and Why?", 2002;
- Svensson, L.E.O., "Inflation targeting after the financial crisis", International Research;
- Schumpeter, J.A., "The Theory of Economic Development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle", 1911 (tradusă în 1934);

The World Economic Forum "Global Competitiveness Report 2006-2007";  
Thyssen, M., "Atribuirea unor sarcini specifice BCE în ceea ce privește politica de  
supraveghere prudențială a instituțiilor de credit", raport A7-  
0392/2012, 2012;  
Volcker, P., "We Can Survive Prosperity", Joint Meeting of the American  
Economic  
Association – American Economic Association, December, 1983.

**Website-uri:**

<http://plato.stanford.edu>  
<http://capitalissues.co>  
<http://ec.europa.eu>  
<http://www.imf.org>  
<http://www.europarl.europa.eu>  
<http://www.bis.org>  
<http://www.ecb.europa.eu>  
<http://www.worldbank.org>