

Probleme ale politicii monetare
într-o țară emergentă.
Cazul României

Publicațiile Academiei Regale de Științe Economice și Financiare

Probleme ale politicii monetare
într-o țară emergentă.
Cazul României

Discurs susținut la Academia Regală de Științe Economice și Financiare,
la data de 21 februarie 2008 de academicianul corespondent din România

Domnul MUGUR ISĂRESCU

și răspunsul Excelenței Sale domnul academician ALFREDO ROCAFORT NICOLAU

Barcelona, februarie 2008

Cuprins

Discurs susținut de academicianul corespondent din România
Domnul MUGUR ISĂRESCU

Introducere.....	11
1. Politica monetară – particularități și limitări pentru o economie emergentă deschisă și de dimensiuni reduse	13
2. Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară în elaborarea politicii monetare.....	16
3. Fluxurile de capital și consecințele acestora asupra stabilității macroeconomice și financiare	21
3.1. O perspectivă teoretică.....	21
3.2. Evoluții în țările din Europa Centrală și de Est	23
4. Necesitatea unui <i>mix</i> adecvat de politici macroeconomice.....	33
5. Studiu de caz – liberalizarea contului de capital și adoptarea strategiei de țintire a inflației în România	39
6. Concluzii.....	47
Bibliografie.....	50



MUGUR ISĂRESCU

Excelența Vs. domnule Președinte,

Excelențele Vs. domnilor Academicieni,

Doamnelor și domnilor,

Aș dori, înainte de toate, să exprim marea onoare de a mă afla în această prestigioasă instituție, alături de înalte personalități academice, în această importantă Sesiune internațională, în care se anunță în mod public alegerea mea ca Academician al acestei Corporații Regale.

Îndelungata istorie a acestei instituții care mă primește în rândurile sale, precum și înaltul prestigiu internațional la care a ajuns în ultimii ani constituie, pentru mine, un imbold puternic pentru a continua să lucrez, pornind de la independență și libertate, prin știința și cultura economică și financiară, la realizarea unui viitor de progres social și armonie între națiuni.

Mulțumesc Excelențelor Vs. pentru primirea generoasă și sper să merit o asemenea mare onoare.

Introducere

Există un consens la nivelul băncilor centrale, al mediului academic și al publicului larg potrivit căruia stabilitatea prețurilor este benefică, iar politica monetară ar trebui să îi revină sarcina realizării acesteia. Această recomandare generală este valabilă atât în cazul economiilor industrializate, cât și în cel al economiilor emergente, deși în cazul celor din urmă băncile centrale s-ar putea confrunta cu o sarcină mai dificilă, aceea de a răspunde șocurilor reale și celor nominale, întrucât piețele financiare sunt insuficient de mature și operează cu instrumente mai puțin diversificate. Asemenea șocuri ar putea fi generate de variațiile neanticipate ale prețurilor alimentelor, energiei și ale prețurilor administrate și, nu în cele din urmă, de fluxurile masive de capital. Aceste limitări la adresa eficienței politicii monetare fac cu atât mai imperioasă necesitatea implementării unui mix coerent de politici în cazul economiilor emergente. Fără sprijinul altor politici economice, politica monetară ar putea întâmpina dificultăți în asigurarea într-o manieră sustenabilă a unei inflații reduse. Altfel spus, este posibil ca stabilitatea prețurilor să fie realizată în detrimentul altor echilibre macroeconomice, ceea ce se poate dovedi în ultimă instanță un proces autoreversibil.

Economiile în tranziție din Europa Centrală și de Est s-au confruntat cu intrări masive de investiții străine directe, atât independente de, cât și asociate procesului de privatizare, precum și cu investiții de portofoliu stimulate de diferențialul semnificativ de dobândă în comparație cu economiile avansate. Intrările masive de capital au creat o dilemă pentru autoritățile monetare. Pe de o parte, acestea stimulează dezvoltarea economiei, sprijinind astfel convergența reală; ele contribuie, de asemenea, la reducerea presiunilor inflaționiste pe termen scurt prin efectele pe care le au asupra aprecierii cursului de schimb și prin orientarea consumului către bunurile comercializabile. Pe de altă parte, datorită aceluiași efecte asupra aprecierii cursului de schimb, intrările de capital pot eroda competitivitatea

externă a economiei, amplificând astfel dezechilibrele externe, ceea ce conduce la deprecierea monedei și, în cele din urmă, la o inflație mai mare. În plus, dezechilibrele externe mari sporesc vulnerabilitatea economiei la modificarea percepției investitorilor sau la șocurile asociate volatilității înalte de pe piețele externe.

Această lucrare examinează caracteristicile politicii monetare și constrângerile cu care aceasta se confruntă în cazul economiilor emergente deschise de mici dimensiuni din Europa Centrală și de Est (concentrându-se în mod deosebit asupra României) și evaluează rolul politicii monetare în cadrul *mix*-ului de politici.

Secțiunile 1 și 2 prezintă argumentele care au stat la baza alegerii stabilității prețurilor ca obiectiv principal al politicii monetare și analizează conexiunile dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, în vederea identificării caracteristicilor și limitelor politicii monetare în economiile emergente deschise de mici dimensiuni. Secțiunea 3 face o trecere în revistă a literaturii de specialitate și a experienței unor țări în domeniul fluxurilor de capital, aducând în prim plan atât beneficiile macroeconomice, cât și potențialele riscuri pe care acestea le ridică la adresa stabilității financiare și macroeconomice. Secțiunea 4 tratează problemele cu care se confruntă autoritățile din țările din Europa Centrală și de Est și aduce argumente în favoarea implementării unui mix de politici macroeconomice care să sprijine convergența reală cu Uniunea Europeană concomitent cu menținerea stabilității macroeconomice. Secțiunea 5 descrie experiența României în ceea ce privește liberalizarea fluxurilor de capital concomitent cu adoptarea strategiei de țintire a inflației. În Secțiunea 6 sunt prezentate concluziile lucrării, precum și principalele provocări cu care se confruntă politica monetară.

1. Politica monetară – particularități și limitări pentru o economie emergentă deschisă și de dimensiuni reduse

Pe parcursul ultimelor decenii au existat trei strategii standard de politică monetară care s-au bucurat de succes în ceea ce privește furnizarea unei ancore nominale eficiente, respectiv țintirea agregatelor monetare, țintirea cursului de schimb și țintirea inflației. Frankel (1995) a sugerat o strategie alternativă ca fiind cea mai potrivită pentru economiile semi-deschise, și anume țintirea veniturilor nominale; cu toate acestea, o problemă majoră ridicată de această strategie o constituie faptul că nu a fost pusă în practică niciodată, nici de țările industrializate, nici de cele emergente (Mishkin și Savastano, 2000).

Dintre strategiile standard, numai țintirea cursului de schimb și țintirea inflației sunt utilizate în prezent de noile state membre UE din Europa Centrală și de Est. Țintirea agregatelor monetare a pierdut susținerea pe care o avea în aceste țări, situație întâlnită în trecut și în majoritatea țărilor dezvoltate, în urma dezintegrării relației anterior stabile dintre agregatele monetare și inflație; această evoluție este legată în special de remonetizarea accelerată, care s-a manifestat după ce inflația a coborât la niveluri moderate, sectorul bancar a fost privatizat, iar fluxurile de capital liberalizate. Totuși, BCE ia încă în considerare în mod explicit ritmul masei monetare în procesul de formulare a politicii sale monetare prin promovarea unei strategii heterodoxe cu doi piloni: 1) evaluarea determinantilor prețurilor pe termen scurt și mediu, cu un accent deosebit asupra activității din economia reală și asupra condițiilor financiare din economie (analiză economică); 2) valorificarea legăturii pe termen lung dintre bani și prețuri (analiză monetară). În acest context, trebuie menționat faptul că țintirea inflației nu împiedică banca centrală să acorde atenție agregatelor monetare în măsura în care acestea conțin informații utile procesului de prognozare a inflației.

Economiile de dimensiuni mai reduse tind să prefere ancorele de curs de schimb, respectiv regimuri de tip „consiliu monetar” în Bulgaria, Estonia și Lituania sau *hard peg* în Letonia. Celelalte țări au optat pentru

aranjamente de curs de schimb mai flexibile, de la regimuri de curs de schimb cu flotare liberă în Polonia și regimuri cu flotare controlată în Republica Cehă și în România până la o bandă de fluctuație a cursului de schimb de tip ERM II în Ungaria, asociindu-le cu adoptarea strategiei de țintire a inflației.

În cadrul regimurilor de tip „consiliu monetar” politica monetară este setată pe „pilot automat”, în timp ce băncile centrale care practică regimuri de țintire a inflației utilizează în mod activ instrumentele de politică monetară disponibile și trebuie să adopte cu regularitate decizii complexe în vederea minimizării funcțiilor lor de pierdere. În cele ce urmează vom prezenta o funcție de pierdere relativ extinsă, dar de obicei discuțiile se axează pe primele două paranteze:

$$L = \alpha(\pi - \pi^*)^2 + \beta(y - y^*)^2 + \gamma(r - r^*)^2 + \delta(er - er^*)^2 \quad \alpha, \beta, \gamma, \delta > 0$$

unde:

π – rata inflației

π^* – ținta de inflație compatibilă cu stabilitatea prețurilor

y – ritmul de creștere a PIB

y^* – ritmul potențial de creștere a PIB

r – rata dobânzii reale

r^* – rata dobânzii reale de echilibru

er – cursul de schimb real

er^* – cursul de schimb real de echilibru

$\alpha, \beta, \gamma, \delta$ – coeficienții care denotă importanța relativă a obiectivelor avute în vedere de funcția de pierdere

Astfel, banca centrală trebuie să-și ajusteze instrumentul de politică monetară, astfel încât să stabilizeze inflația în jurul țintei centrale, fără a genera fluctuații excesive la nivelul activității economice. În practică, băncile centrale trebuie să aibă în vedere și alte obiective decât stabilitatea

prețurilor. În formularea lui Mervyn King „guvernatorii de bănci centrale nu sunt niște <<obsedați>> de inflație”.

Abordarea graduală determinată de preocuparea privind stabilizarea deviației PIB în jurul nivelului său potențial este însoțită de obicei de necesitatea de a se evita evoluțiile bruște ale ratelor dobânzilor („netezirea” și stabilizarea ratei dobânzii), precum și cele ale cursului de schimb, care pot pune în pericol stabilitatea piețelor financiare și echilibrele externe.

Particularitățile economiilor emergente, cum sunt predominanța șocurilor pe partea ofertei, extinderea fenomenului de substituie monetară, fragilitatea instituțiilor fiscale, piețele financiare puțin adânci, vulnerabilitatea față de întreruperea bruscă a intrărilor de capital și migrația forței de muncă, contribuie la amplificarea complexității deciziilor de politică monetară destinate realizării obiectivului de stabilitate a prețurilor¹. Criteriile de aderare la zona euro sunt considerate ca reprezentând o constrângere suplimentară pentru conduita de politică monetară a noilor state membre UE, deoarece este imperios necesar ca îndeplinirea criteriilor de la Maastricht să se realizeze fără a se pune în pericol convergența reală. În acest sens, cerința de a participa la ERM II pe o perioadă de cel puțin doi ani reprezintă o reală provocare. După cum au evidențiat numeroși analiști, ERM II creează stimulente pentru atacurile speculative. Fischer (2001) susține că o bandă de fluctuație a cursului de schimb de tip ERM II este considerată riscantă, fapt relevat de numărul tot mai redus de țări care aplică un astfel de regim de curs de schimb.

Ținând seama de riscurile implicate, intrarea în ERM II trebuie pregătită minuțios, participarea la acest mecanism fiind obligatorie. În opinia mea, este recomandabilă rămânerea în afara ERM II o perioadă de timp ulterior aderării la Uniunea Europeană, având în vedere fluxurile volatile de capital, dezechilibrele fiscale semnificative și/sau riscul apariției unor șocuri economice. Această perioadă trebuie utilizată ca un prilej de a soluționa problema dezechilibrelor macroeconomice.

¹ Țările avansate nu sunt imune la problemele legate de instituțiile fiscale, financiare și monetare, dar există o diferență majoră în ceea ce privește gravitatea acestei probleme în țările cu piețe emergente (Mishkin, 2004).

2. Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară în elaborarea politicii monetare

Este unanim acceptat faptul că nu există o corelație negativă pe termen lung între inflație și șomaj. Friedman (1968) și Phelps (1968) sunt autorii teoriei conform căreia curba lui Phillips standard a fost definită eronat, deoarece nu a reușit să încorporeze anticipațiile inflaționiste, iar în varianta actualizată a acesteia „orice corelație negativă între inflație și șomaj ar trebui să fie cel mult una temporară” (Bernanke, 2006). Cu alte cuvinte, nu se poate obține în mod sistematic o rată a șomajului inferioară celei naturale prin acceptarea unui puseu inflaționist.

Ținând seama de cele de mai sus, nu putem conchide decât că, pe termen lung, stabilitatea prețurilor constituie obiectivul fundamental adecvat al politicii monetare. Stabilitatea prețurilor este atât un scop în sine, cât și un mijloc pentru politica monetară, întrucât contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și la stabilitatea macroeconomică (Bernanke, 2006). Astfel, promovarea stabilității prețurilor nu este numai singurul lucru pe care politica monetară îl poate realiza în mod eficient, ci și cel mai bun pe care îl poate face referitor la nivelul general de bunăstare în plan social. Conform Tratatului de înființare a Comunității Europene, „obiectivul principal al Sistemului European al Băncilor Centrale este menținerea stabilității prețurilor”.

Cu toate acestea, eficiența politicii monetare este limitată, în absența unui sistem financiar viabil și stabil, în special în cazul ratelor inflației cu o singură cifră. Piețele financiare puțin adânci împiedică funcționarea eficientă a canalului ratei dobânzii și al creditului, limitând capacitatea băncii centrale de ajustare fină a economiei și putând determina o situație de dependență excesivă de canalul cursului de schimb în cadrul procesului de gestionare a cererii agregate.

Este larg răspândită accepțiunea conform căreia unul dintre principiile macroeconomice de bază afirmă că fricțiunile pe plan financiar au un rol determinant în cadrul fluctuațiilor ciclului economic. Complementaritatea mai accentuată dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea prețurilor financiare este asociată globalizării economice și, în particular, eliminării impedimentelor în calea liberei circulații a fluxurilor de capital. În contextul procesului de deschidere a economiilor naționale, stabilitatea financiară a devenit un element fundamental al stabilității macroeconomice, având în vedere că intrările de capital profită de vulnerabilitățile sistemului financiar pentru a sancționa prompt erorile sau orice alte măsuri nesustenabile de politică economică.

Spre deosebire de stabilitatea prețurilor, nu există o definiție universal valabilă a stabilității financiare. După cum afirmă Jaime Caruana (2005), „cu toate că beneficiem de un cadru bine structurat pentru discutarea și aplicarea politicii monetare, gândirea noastră în ceea ce privește stabilitatea financiară este mai puțin avansată”. Haugland și Vikøren (2006) scot în evidență că, deși nu este foarte clar ce importanță trebuie acordată considerațiilor privind stabilitatea financiară și, respectiv, stabilitatea prețurilor, în privința aplicării politicii monetare, „atât comunicarea, cât și deciziile de politică monetară indică faptul că stabilitatea financiară este pe cale să dețină un rol mai bine precizat în politica monetară, putându-se datora recunoașterii faptului că stabilitatea financiară are consecințe asupra evoluțiilor viitoare la nivelul inflației și al producției”.

Într-un sens larg, stabilitatea financiară trebuie să fie abordată ca fiind situația în care sistemul financiar poate asigura alocarea eficientă a economisirilor către oportunități de investiții și poate face față șocurilor, fără perturbări majore. Într-o abordare mai îngustă, dar mai utilă din perspectiva unei bănci centrale, stabilitatea financiară poate fi definită ca fiind situația caracterizată de absența crizelor bancare și de existența unui anumit nivel de stabilitate a prețurilor activelor, inclusiv a ratelor dobânzilor. Există un consens general conform căruia băncile centrale dețin un rol fundamental în

asigurarea stabilității financiare, cu toate că nu există reguli sau modele care să prevadă modalitatea de realizare a acestui proces, iar în analizarea acestuia știința economică trebuie suplimentată întotdeauna de intuiție².

Ambele definiții implică un rol activ al politicii monetare, dar importanța relativă asociată acestora este diferită. Prima dintre definițiile menționate mai sus, care se axează asupra funcționării generale a sistemului financiar, sugerează că supravegherea prudențială deține rolul principal în promovarea stabilității financiare; politica monetară prezintă importanță din perspectiva alocării eficiente a resurselor în măsura în care poate contribui la stabilitatea prețurilor. În schimb, dacă definim stabilitatea financiară ca fiind în special traiectoria „netedă” a ratelor dobânzilor, după cum precizează cea de-a doua definiție, politica monetară are un rol mai important, iar spațiul de manevră în privința utilizării instrumentului său (rata dobânzii de politică monetară) poate face obiectul unei limitări – astfel, am putea asista la un conflict între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară.

Punctul de vedere convențional al relației dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară consideră inflația ca fiind principala sursă de instabilitate financiară. Experiențele anterioare par să confirme această opinie, deoarece majoritatea perioadelor de instabilitate financiară severă și de crize la nivelul sectorului bancar au coincis fie cu perioade de rate înalte ale inflației sau chiar de inflație galopantă, fie cu intervale marcate de recesiune în urma adoptării de către autorități a unor măsuri inadecvate de temperare a fenomenului inflaționist.

Literatura economică recentă evidențiază faptul că, în economiile contemporane, atingerea unui nivel scăzut și stabil al inflației a condus la crearea unui climat economic nou, care necesită reconsiderarea cu rigurozitate a relației dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară

² După cum susține Alan Blinder (1997), „Pot depune mărturie că activitatea băncii centrale reprezintă, în practică, în aceeași măsură artă și știință. Cu toate acestea, în timp ce practicăm această artă obscură, întotdeauna am observat că știința nu strică deloc”.

(Borio și Lowe, 2002). Totuși, s-a dovedit că un nivel scăzut al inflației nu reprezintă o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare pe termen lung. După cum indică Andrew Crockett (2003), războiul încununat de succes împotriva inflației nu a adus și „dividende ale păcii” atât de mari pe cât sperau economiștii. Ca atare, s-a trecut la deschiderea unui nou front de luptă, cel consacrat combaterii instabilității financiare. În acest sens, experiența unor țări asiatice din perioada anilor 1997-1998 este deosebit de relevantă în ceea ce privește complexitatea acestei relații: în perioadele premergătoare declanșării unei crize financiare s-a constatat acumularea unor dezechilibre semnificative la nivelul economiilor acelor state, în pofida existenței unui grad relativ înalt de stabilitate a prețurilor. De curând, numărul mare al cazurilor de intrare în incapacitate de plată constatate pe segmentul de piață al creditelor ipotecare *subprime* din SUA a făcut ca turbulențele să cuprindă piața creditului atât în SUA, cât și în Europa. În contextul nou creat, este deosebit de important să se evalueze măsura în care banca centrală deține capacitatea de a asigura concomitent stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, prin utilizarea instrumentelor aflate la dispoziția sa, precum și modalitatea în care cele două categorii de stabilitate pot fi reconciliate în ipoteza în care realizarea acestora necesită adoptarea unor măsuri conflictuale. Pot lua naștere o serie de situații în care necesitatea de a menține stabilitatea financiară să fie mai importantă decât obiectivul de menținere a stabilității prețurilor; evoluțiile bruște ale ratelor dobânzilor destinate refacerii stabilității prețurilor pe termen scurt se vor dovedi ineficiente pe termen mai lung dacă acestea contribuie la acumularea unor dezechilibre în alte sectoare economice. Trebuie să precizez din nou că nu există reguli universale valabile într-o asemenea situație – întotdeauna este necesar să fie avute în vedere particularitățile fiecărui caz.

Sunt de părere că experiența României, după cum veți constata în cele ce urmează, indică faptul că stabilitatea financiară prezintă o importanță deosebită pentru stabilitatea prețurilor. Această experiență denotă că, în cazul în care există constrângeri pentru a opta între un proces alert de dezinflație și menținerea stabilității financiare, cel din urmă trebuie să fie prioritar în vederea îndeplinirii obiectivului de menținere a stabilității prețurilor pe termen lung. Este demn de menționat că țările care au inițiat

procesul de dezinflație trebuie să opteze pentru un ritm corespunzător de dezinflație astfel încât să se evite conflictul cu stabilitatea financiară. Consider că România a dobândit o bună experiență în acest sens. Țara noastră a realizat o rată medie de dezinflație de 5,8 puncte procentuale pe an în perioada 2000-2007, în paralel cu menținerea stabilității sistemului financiar. Pe termen lung, incapacitatea menținerii stabilității financiare nu poate să conducă decât la o reinflamare a inflației. Acest fapt îmi reamintește de instrucțiunile de securitate standard de la bordul aeronavelor conform cărora, în cazul depresurizării cabinei, părintele este cel care trebuie să-și pună mai întâi masca de oxigen pe față și numai după aceea să i-o atașeze copilului (care, în majoritatea cazurilor, reprezintă însăși rațiunea sa de a fi).

Astfel, în situația în care demersul de reducere a inflației depinde în mod covârșitor de aprecierea cursului de schimb al monedei naționale, care consemnează abateri semnificative de la nivelul său de echilibru, conducând la persistența unui deficit substanțial al contului curent, vom asista la erodarea stabilității prețurilor pe termen lung. Rămâne valabilă corelația dintre stabilitatea financiară și stabilitatea prețurilor pe termen lung. Ca urmare, considerând stabilitatea prețurilor pe termen lung drept obiectivul fundamental, banca centrală trebuie să acorde o atenție deosebită stabilității financiare și, aș adăuga, evoluției de ansamblu a indicatorilor macroeconomici. În caz contrar, câștigurile de dezinflație, oricât de spectaculoase ar putea fi la un moment dat, ar deveni complet nesustenabile.

3. Fluxurile de capital și consecințele acestora asupra stabilității macroeconomice și financiare

Liberalizarea contului curent reprezintă una dintre deciziile de politică macroeconomică cel mai intens dezbătute, datorită faptului că diversele abordări teoretice au interpretări diferite asupra oportunității luării unei astfel de măsuri.

3.1. O perspectivă teoretică

Potrivit modelelor cu piețe perfecte, fluxurile libere de capital determină o îmbunătățire a funcționării sistemelor financiare sporind astfel volumul de fonduri disponibile, odată cu reducerea costurilor acestora, și permițând o diversificare mai bună a riscurilor (Frenkel și Razin, 1996). Obstfeld (1998) evidențiază faptul că o astfel de măsură ar eficientiza alocarea resurselor; în opinia lui Stultz (1999) și a lui Mishkin (2001), liberalizarea mișcărilor de capital stimulează transparența și răspunderea, micșorând astfel amploarea problemelor legate de selecția adversă și hazardul moral, în același timp cu reducerea constrângerilor legate de lichiditate de pe piețele financiare. Potrivit autorilor citați, piețele financiare internaționale au tendința de a impune o disciplină mai strictă asupra factorilor politici care altfel ar putea fi tentați să profite de o piață financiară locală captivă. Bekaert, Harvey și Lundblad (2001) arată că liberalizarea fluxurilor de capital stimulează expansiunea economică, conducând la ritmuri de creștere mai mari decât cele înregistrate anterior momentului liberalizării.

Există o literatură de specialitate bogată și importantă care susține că modelul piețelor eficiente este inadecvat atunci când este aplicat fluxurilor internaționale de capital. Astfel, este posibil ca eliminarea discrepanțelor asociate constrângerilor privind circulația liberă a capitalurilor să nu fie benefică în contextul existenței altor discrepanțe (potrivit teoriei echilibrului optim de rangul 2); o astfel de situație este relevantă în special în cazul

țărilor în curs de dezvoltare, în care probabilitatea existenței unui număr mare de discrepanțe este mai mare. Potrivit lucrării lui Brecher și a lui Diaz-Alejandro (1977), în cazul în care există sectoare izolate de competiția externă, liberalizarea contului de capital poate să direcționeze capitalul către sectoare în care o anumită țară posedă un dezavantaj comparativ. Brecher (1983) arată că liberalizarea contului de capital în economiile caracterizate de rigiditatea salariilor reale determină alocarea unui volum excesiv de resurse către sectoarele intensiv capitalizate, înlocuind forța de muncă cu capitalul în operațiunile de producție, agravând în consecință problema alocării resurselor și având un impact negativ asupra veniturilor și avuției rezidenților, ceea ce are de fapt ca rezultat o creștere economică generatoare de sărăcie. Conform studiului efectuat de Stiglitz (2000), având în vedere faptul că asimetriile informaționale sunt endemice în cazul tranzacțiilor de pe piețele financiare, nu există niciun motiv în baza căruia să se poată susține că liberalizarea mișcărilor de capital ar genera avuție, așa cum nu există nici garanții în ceea ce privește canalizarea fluxurilor de capital către destinații în cazul cărora produsul marginal să depășească costul de oportunitate; acest lucru este cu atât mai valabil pentru economiile emergente în cazul cărora capacitatea de colectare și procesare a informațiilor relevante pentru tranzacțiile financiare este redusă.

Evoluțiile consemnate la sfârșitul anilor '90, în special criza din Asia, i-au determinat pe mulți economiști să considere că fenomenul de globalizare a mers prea departe, dând naștere unor piețe de capital excesiv de volatile și provocând crize costisitoare. Mai mult, aceștia au pledat pentru revenirea la vechea ordine a fluxurilor controlate. Stiglitz (1999) recomandă țărilor în curs de dezvoltare să impună restricții asupra intrărilor de capital în vederea atenuării impactului excesiv al ciclurilor economice asupra piețelor financiare. Krugman (1998) se declară în favoarea restricțiilor privind ieșirile de capital, considerate mult timp de literatura de specialitate ca fiind complet ineficiente, argumentând că astfel de restricții ar putea contribui, chiar și numai temporar, la gestionarea unor ieșiri de capital care altfel s-ar putea dovedi a fi dezordonate. Rodrick (1998 și 2000) consideră restricțiile asupra mișcărilor de capital ca fiind oportune, dat fiind faptul că libera circulație a acestora duce la crize financiare ca urmare a excesivei lor volatilități.

Rezultatele studiilor empirice nu aduc o reconciliere a opiniilor diferite, amintite anterior. Literatura dedicată crizelor identifică în mod empiric cauzele crizelor valutare ca fiind fluctuațiile excesive de pe piețele financiare și sursa acestor fluctuații ca fiind dereglementarea financiară. Cu toate acestea, alți autori au continuat să sublinieze avantajele pe care le prezintă dereglementarea pieței financiare și contribuția acesteia la reducerea costului capitalului. Potrivit studiului realizat de Kaminsky și Schmukler (2003), există două puncte slabe ale activității de cercetare care fac imposibilă o eventuală reconciliere. Primul constă în faptul că studiile empirice pun accentul fie pe consecințele pe termen scurt ale liberalizării, fie pe cele pe termen lung, fără să ia în calcul eventualele efecte variabile în timp. Al doilea îl constituie absența unei abordări complete a liberalizării, dat fiind faptul că abordările de până în prezent au pus accentul în mod alternativ asupra liberalizării sectorului financiar local, contului de capital sau pieței de capital, chiar și atunci când reformele privind liberalizarea au dus la deschiderea progresivă a celor trei sectoare.

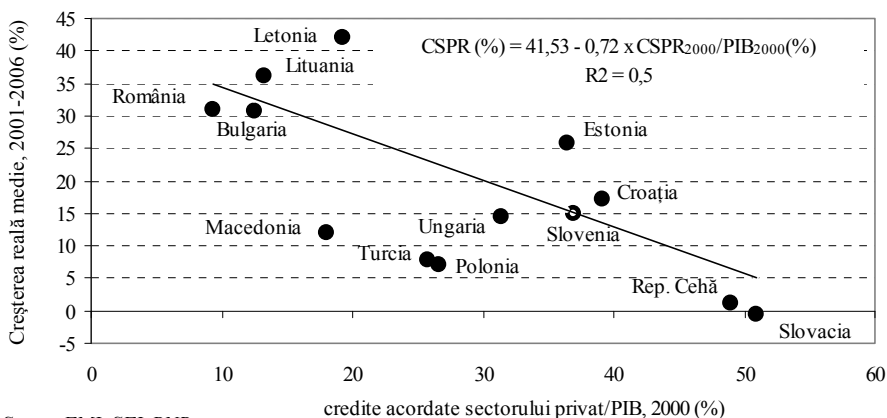
În pofida divergențelor din literatura de specialitate, există un consens larg potrivit căruia este cel mai probabil ca piețele financiare să respecte promisiunea de creștere și stabilitate în condițiile în care acestea sunt transparente și bine reglementate (Rato, 2007a). De asemenea, globalizarea financiară are un potențial mai mic de a genera instabilitate în acele țări în care sectoarele financiare sunt mai dezvoltate, instituțiile mai puternice, politicile macroeconomice mai sănătoase și sistemele comerciale mai deschise (Rato, 2007b).

3.2. Evoluții în țările din Europa Centrală și de Est

În ultimii ani, țările din Europa Centrală și de Est se confruntă cu intrări semnificative de capital, în condițiile în care restricțiile asupra circulației libere a capitalurilor au fost eliminate treptat pe parcursul procesului de liberalizare completă a contului de capital, care a constituit o condiție pentru aderarea la UE. Pe de o parte, apetitul investitorilor a fost stimulat de persistența unor diferențiale de dobândă pozitive. Pe de altă

parte, perspectivele acestor țări au fost percepute ca fiind mai favorabile în contextul aderării la UE. Lipschitz și alții (2002) compară țările aflate în tranziție care, prin liberalizare, se expun în fața piețelor internaționale de capital cu cetățenii cinstiți care trăiesc într-o lume periculoasă, acestea fiind vulnerabile la fluxurile de capital semnificative cu potențial reversibil. Aceste fluxuri nu ar trebui privite ca niște evenimente destabilizatoare conjuncturale, deoarece sunt intrinseci procesului de tranziție, fiind astfel necesară luarea în considerare a acestora în stabilirea mix-ului de politici. Altfel spus, în pofida avantajelor evidente ale acestora (creșterea eficienței economice, transferuri de tehnologie), intrările de capital pot reprezenta o amenințare serioasă pentru stabilitatea macroeconomică și competitivitatea externă, generând o supraîncălzire a economiei în cazul în care volumul lor depășește capacitatea acesteia de a le absorbi.

Figura 1. Câștigurile de intermediere financiară sunt cu atât mai mari cu cât baza de pornire este mai mică



Sursa: FMI- SFI, BNR

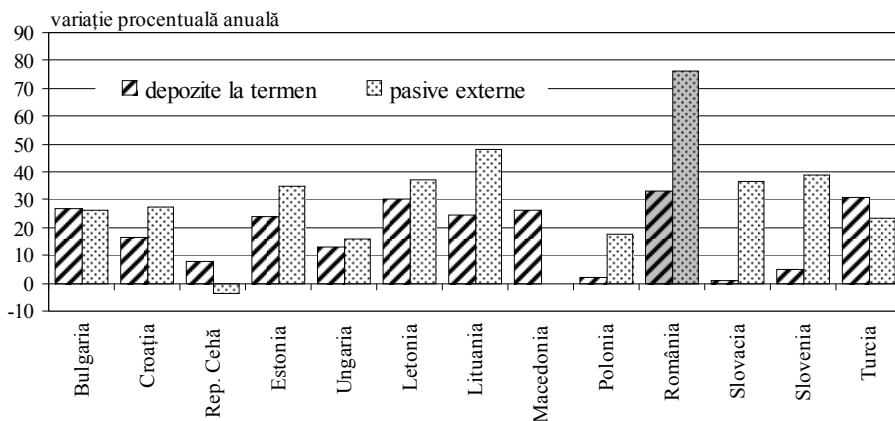
Unul dintre principalele canale care duc la supraîncălzirea economiilor emergente este cel al creditului, date fiind poziția dominantă a băncilor în cadrul sistemului financiar³ și volumul sporit de capital accesibil după eliminarea restricțiilor privind contul de capital.

³ Potrivit lui Backé, Égert și Zumer (2006), băncile dețin 85 la sută din toate activele financiare, în timp ce piețele de capital joacă un rol mult mai puțin important.

Literatura de specialitate avertizează că un *credit boom* poate avea consecințe macroeconomice și macroprudențiale importante, fiind adesea asociat cu crize macroeconomice și financiare, ca urmare a dezechilibrelor macroeconomice și a înrăutățirii situației financiare a sectorului bancar. De aceea, autoritățile trebuie să mențină un echilibru viabil între asigurarea stabilității macroeconomice și financiare și expansiunea creditului, care contribuie la creșterea economică și a eficienței în alocarea resurselor.

Rapiditatea creșterii creditului în țările din Europa Centrală și de Est poate fi justificată de nivelurile inițiale foarte scăzute ale intermedierei financiare și de procesul firesc de convergență al acestora către nivelurile observate în economiile dezvoltate din Uniunea Europeană.

Figura 2. Rata medie anuală de creștere a pasivelor bancare
2001-2006



Sursa: FMI - SFI, BNR

Expansiunea rapidă a creditului a fost finanțată de intrările masive de capitaluri străine, în special prin intermediul sistemului bancar, stimulate fiind de gradul scăzut de înzestrare cu capital a forței de muncă comparativ cu Europa de Vest, de anticiparea unei aprecieri reale pe termen lung a monedelor din regiune și de existența unor însemnate diferențiale de dobândă pozitive. Creșterea creditului s-a produs de asemenea după implementarea cu succes a politicilor de macrostabilizare; acestea din urmă au contribuit la scăderea nivelului riscului agregat și, împreună cu reducerea dimensiunii sectorului public, au eliberat resurse suplimentare pentru

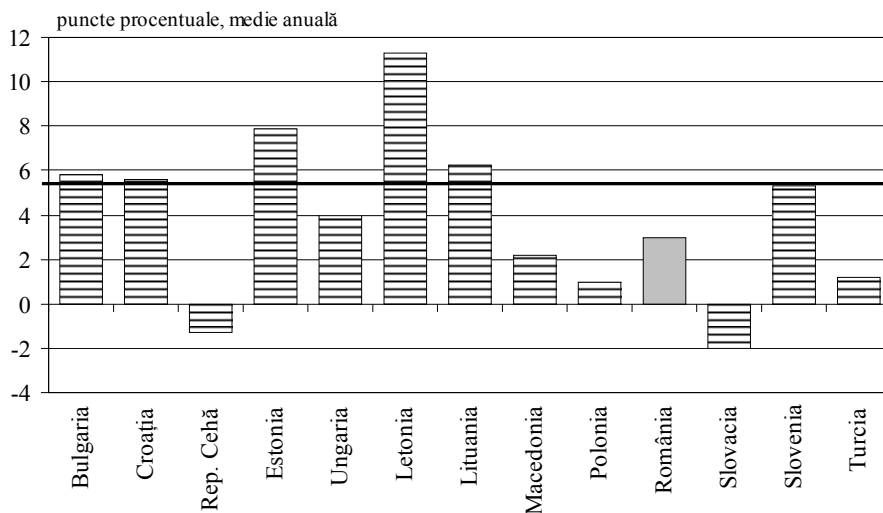
sectorul privat. Nu ar trebui uitate majorările salariale semnificative și îngustarea *spread*-urilor dintre dobânzile active și cele pasive – în urma intensificării competiției din sectorul bancar –, care, împreună cu tendințele dominante de apreciere nominală a monedelor naționale, au sporit solvabilitatea populației și capacitatea acesteia de a se îndatora în moneda locală și, chiar mai mult, în valută.

Cu siguranță intrările de capital prezintă avantaje mari pentru sectorul bancar. Prezența operatorilor străini pe piața bancară determină un mediu financiar mai stabil, îmbunătățirea guvernantei corporatiste și a capacității de gestionare a riscurilor. În același timp, este rezonabil să consideri că expansiunea rapidă a creditului poate depăși capacitatea băncilor de a evalua riscurile, conducând astfel la creșterea asimetriei informaționale care ar putea avea drept rezultat o rată mai mare de nerambursare. Cu toate acestea, în țările din Europa Centrală și de Est modelul băncilor de a face afaceri nu a avansat de la cel de bază, de tipul „inițiază și deține” în bilanț, către unul mai sofisticat, de tipul „inițiază și distribuie” în afara bilanțului, iar regiunea nu s-a confruntat cu problema „securitizării frenetice”. Aceasta reprezintă un argument solid pentru a afirma că gradul de sofisticare necesar pentru a evalua profilul riscurilor asociate activităților bancare în aceste țări nu este atât de ridicat cât cel necesar în Europa de Vest în contextul crizei actuale a creditului.

La nivel macroeconomic, expansiunea rapidă a creditului stimulează cererea agregată, generând presiuni inflaționiste și contribuind la accentuarea dezechilibrelor externe. Dacă presiunile inflaționiste au fost în general contracarate cu succes de politica monetară în toate țările din regiune, în schimb, dezechilibrele externe s-au accentuat semnificativ în statele baltice, Bulgaria și România, țări care au înregistrat cea mai rapidă creștere a creditului din ultimii cinci ani. Cu toate acestea, băncile centrale întâmpină dificultăți în încercarea de a restrânge expansiunea creditului, atât ca urmare a faptului că temperarea creșterii creditului în moneda națională prin intermediul unei politici monetare restrictive poate duce la înlocuirea acestuia cu împrumuturi în valută, cât și datorită faptului că măsurile administrative menite să limiteze capacitatea băncilor de a se expune pot determina externalizarea expunerii acestora către băncile „mamă”. Deficitele

mari de cont curent sunt periculoase, deoarece sunt asociate cu un risc mai mare al producerii unei ajustări abrupte a cursului de schimb, iar volatilitatea ridicată a cursului valutar are implicații majore asupra stabilității monetare și macroeconomice, în general. Evaluarea sustenabilității deficitelor de cont curent ale țărilor din Europa Centrală și de Est este dificilă, prezența dezechilibrelor externe fiind absolut firească în cazul unor țări aflate în plin proces de convergență reală. Cu toate acestea, există posibilitatea ca deficiturile externe excesive consemnate de unele țări să genereze în continuare riscuri la adresa stabilității macroeconomice.

Figura 3. Câștiguri medii anuale din intermedierea financiară*
2001-2006



Sursa: FMI - SFI, BNR

*) credite acordate sectorului privat/PIB

În ceea ce privește riscurile la adresa stabilității financiare, literatura de specialitate confirmă faptul că expansiunea alertă a creditului se numără printre avertismentele privind apariția unor turbulențe financiare, fără însă a conduce la materializarea acestor crize. Pragurile de avertizare standard din lucrările de specialitate, precum ritmul de creștere anuală a intermedierei financiare cu peste 5 puncte procentuale din PIB pe un orizont de 5 ani (Demirgüç-Kunt și Detragiache, 1997), dincolo de care probabilitatea producerii unei crize crește semnificativ, au fost depășite de evoluțiile înregistrate în Bulgaria, Croația, statele baltice și Slovenia.

La prima vedere, indicatorii de prudențialitate bancară din țările din Europa Centrală și de Est, cum ar fi ratele de acoperire a capitalului și ponderea creditelor neperformante în totalul împrumuturilor, s-au menținut la niveluri confortabile, iar în cel de-al doilea caz chiar s-au îmbunătățit în ultimii ani. Cu toate acestea, trebuie avut în vedere volumul ridicat de credite noi, care ar putea diminua în mod artificial ponderea creditelor neperformante și astfel ar masca problemele calitative ale portofoliului de credite.

Tabelul 1. Indicatori prudențiali

procente

	Credite neperformante/ total credite		Rata de acoperire a capitalului		ROE		ROA	
	2002	2006	2002	2006	2002	2006	2002	2006
Bulgaria	2,6	2,2	25,2	14,5	14,9	24,4	2,1	2,2
Croația	10,2	5,2	17,4	13,6	13,7	13,0	1,6	1,5
Republica Cehă	8,1	4,1	14,2	11,4	27,4	19,4	1,2	1,2
Ungaria	2,9	2,5	13,0	11,3	19,8	29,0	1,4	1,9
Polonia	21,1	9,4	13,8	14,0	5,5	22,2	0,5	2,1
România	1,1	2,8	25,0	18,1	18,3	10,2	2,6	1,3
Slovacia	7,9	3,7	21,3	13,0	11,5	16,6	1,2	1,3
Slovenia	3,9	2,5	11,9	11,1	12,6	15,1	1,1	1,3

Sursa: website-urile băncilor centrale, IMF Global Financial Stability Report, octombrie 2007

Structura dinamicii creditului prezintă riscuri suplimentare la adresa stabilității financiare, pe lângă cele care decurg din expansiunea propriu-zisă a împrumuturilor. Astfel, ritmul de creștere a creditului de consum l-a devansat pe cel al creditelor pentru investiții în majoritatea țărilor din regiune. Acest lucru înseamnă că riscurile sunt în mare parte asociate gospodăriilor populației, cărora le lipsește experiența necesară în administrarea riscurilor care decurg din gradul înalt de îndatorare. Totodată, ponderea împrumuturilor în valută se menține ridicată în unele țări din regiune, în condițiile tendințelor de apreciere reală și nominală și ale disponibilității fondurilor în valută datorită influxurilor de capital. Aceste evoluții ar putea spori vulnerabilitatea asociată necorelării din perspectiva monedei de

denominare a veniturilor și obligațiilor de plată, îndeosebi în contextul riscului de corecție bruscă a dezechilibrelor externe.

Deciziile care trebuie luate în contextul pericolului supraîncălzirii ca urmare a influxurilor de capital sunt dificile. Aceste decizii trebuie să se bazeze pe obiectivele economice ale țării respective, fiind imperativ să fie luate în considerare regimul cursului de schimb, constrângerile de ordin instituțional, precum și determinanții și structura intrărilor de capital. Nu de puține ori, deciziile se bazează pe informații incomplete, în special în etapele timpurii ale unui episod de influxuri de capital, când este încă dificil să se evalueze natura acestor intrări, în ce măsură acestea sunt temporare sau permanente.

Figura 4 prezintă un posibil cerc vicios de politică monetară generat de intrările masive de capital. Încercările politicii monetare de a atenua presiunile în sensul aprecierii bruște a monedei sunt sortite eșecului din cauza imposibilei trinități pe care o formează o politică monetară independentă, libera circulație a capitalurilor și un curs fix. Acest cerc vicios este apoi integrat într-o schemă generală care prezintă modul în care vulnerabilitățile și dezechilibrele macroeconomice generate de intrările masive de capital (a se vedea Figura 5) pot declanșa o criză cu efecte negative atât asupra stabilității prețurilor, cât și asupra stabilității financiare.

După cum s-a menționat anterior, una dintre caracteristicile economiilor din Europa Centrală și de Est o reprezintă rolul predominant al canalului cursului de schimb în transmisia politicii monetare, ca o consecință a gradului înalt de deschidere comercială și a sistemelor financiare încă insuficient dezvoltate ale acestor țări. Influxurile de capital sporesc eficiența acestui canal de transmisie a politicii monetare, asigurând o rată scăzută a inflației într-un interval extrem de scurt, atât direct, prin scăderea prețurilor de import, cât și indirect, prin efectele asupra exporturilor nete și implicit asupra cererii agregate. Totuși, deși este benefică pe termen scurt, utilizarea excesivă a acestui mecanism de transmisie riscă să devină o armă cu două tăișuri, întrucât poate adânci dezechilibrele externe și poate spori vulnerabilitatea față de reversibilitatea fluxurilor de capital, care se poate produce uneori prin simpla schimbare a sentimentului investitorilor. Astfel, pot exista situații în care scăderea ratelor dobânzilor ar putea preîntâmpina aprecierea bruscă a cursului de schimb, însă o astfel de acțiune de politică monetară ar fi incompatibilă cu atingerea țintei de inflație. Din nou este vorba de o problemă delicată.

Figura 4. Cercul vicios al politicii monetare

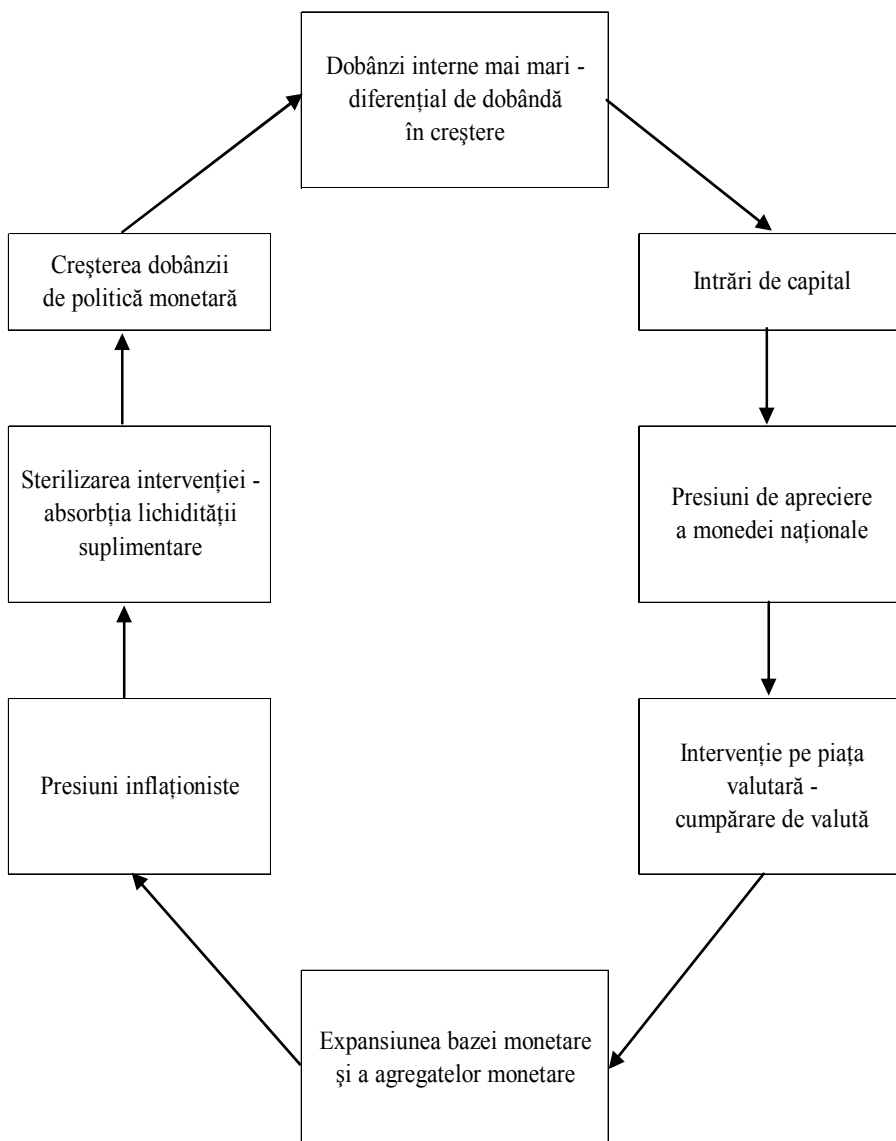
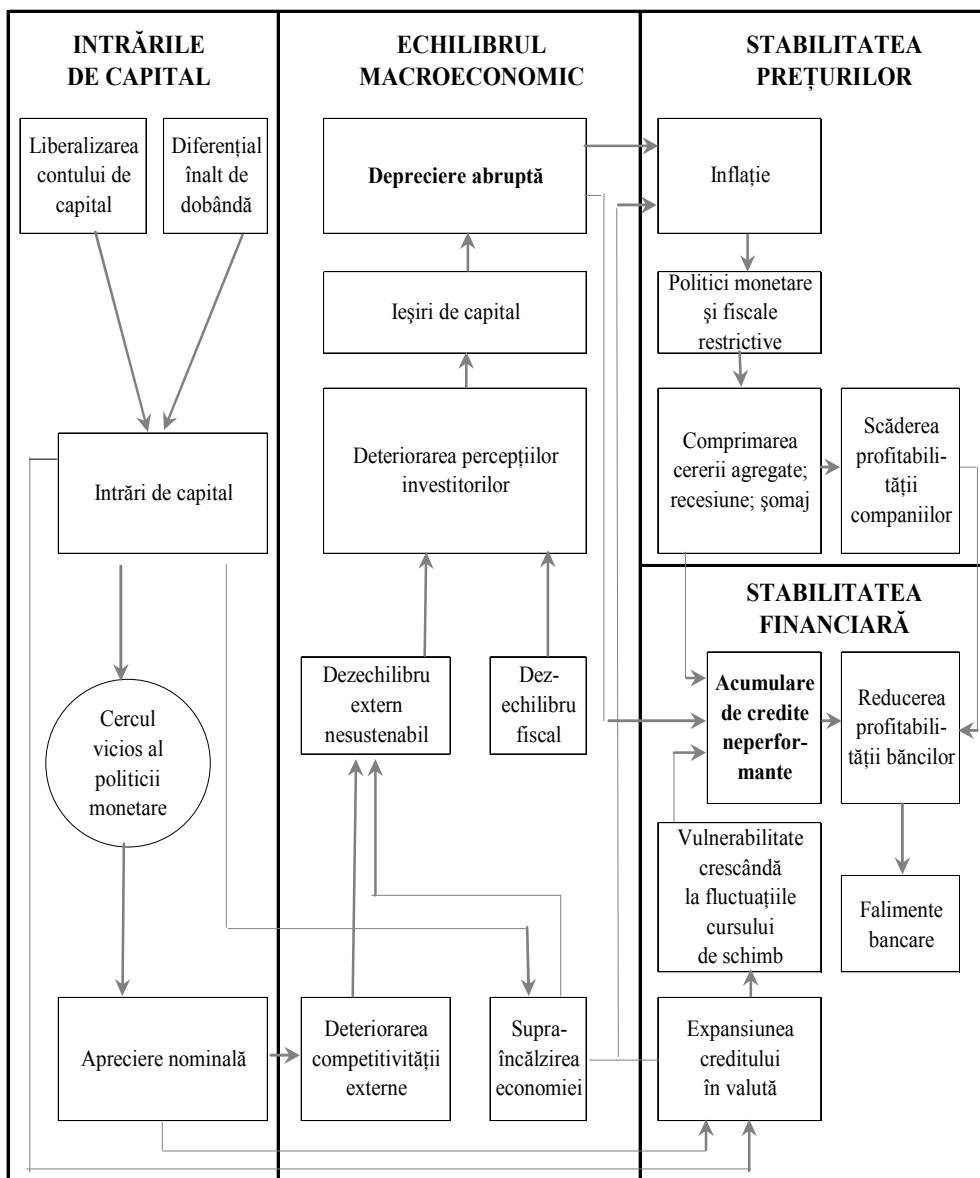


Figura 5. Vulnerabilități pentru stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară induse de intrările de capital



În condițiile unor intrări puternice de capital, moneda va continua să se aprecieze, iar competitivitatea externă a economiei se va eroda. Importurile vor crește într-un ritm mai susținut decât exporturile, contribuind astfel la expansiunea cererii agregate. Deficitul de cont curent ar putea atinge niveluri nesustenabile ca o reflectare a creșterii cererii agregate. În cazul în care aceste evoluții nu sunt contracarate în timp util prin implementarea unor măsuri de întărire a politicilor fiscală și de venituri, sentimentul investitorilor se poate modifica, ceea ce va determina retrageri de capital străin. S-a constatat că amploarea acestor ieșiri de capital poate depăși capacitatea autorităților de a proteja valoarea monedei naționale și poate echivala cu o corecție abruptă în sensul deprecierei, respectiv o criză valutară.

Este evident modul în care deprecierea bruscă influențează stabilitatea prețurilor – efectul este atât unul direct, prin intermediul prețurilor de import, cât și unul indirect, prin alimentarea așteptărilor inflaționiste. La fel de evidentă este și reacția politicii monetare, al cărei obiectiv principal îl reprezintă stabilitatea prețurilor. O conduită mai restrictivă a politicii monetare va conduce la o comprimare a cererii agregate, împingând economia spre recesiune și generând șomaj.

Stabilitatea financiară poate fi de asemenea afectată de criza valutară, iar politicile restrictive menite să refacă stabilitatea prețurilor ar putea avea un efect contrar. În cazul în care opinia publică percepe aprecierea monedei naționale ca un fenomen de durată, devine inevitabilă preferința pentru împrumuturile în valută, condiții în care politica monetară nu ar mai fi la fel de eficientă. Totuși, după cum am evidențiat anterior, o corecție abruptă în sensul deprecierei ar putea conduce la o deteriorare a situației bilanțiere a gospodăriilor și companiilor, a căror avuție netă se va diminua.

Și sănătatea sectorului financiar va avea de suferit de pe urma constrângerilor la nivelul sectorului real. O mare parte a creditelor bancare ar deveni neperformante în contextul neefectuării plăților scadente de către agenții economici. Problemele legate de necorelările de maturitate în bilanțurile băncilor s-ar adăuga la necorelările bilanțiere însemnate, deja existente, din perspectiva monedei de denominare a veniturilor și obligațiilor de plată, riscând să se transforme într-o criză financiară generalizată.

4. Necesitatea unui *mix* adecvat de politici macroeconomice

Procesul convergenței reale cu Uniunea Europeană a economiilor emergente din Europa Centrală și de Est este în plină desfășurare și va continua mulți ani, date fiind decalajele existente în multe dintre aceste țări. În opinia mea, procesul va continua să aibă o evoluție mai mult sau mai puțin uniformă, deși nu sunt excluse episoade de accelerare, cum a fost cazul României în ultimii cinci ani.

Așa cum s-a întâmplat încă de la început, convergența reală se caracterizează prin manifestarea simultană a următoarelor evoluții:

- ritmuri de creștere economică peste medie, îndeosebi în primele etape ale procesului de *catching-up*;
- majorarea considerabilă a venitului pe cap de locuitor;
- intrări masive de capital străin;
- tendință puternică de apreciere reală a monedei naționale.

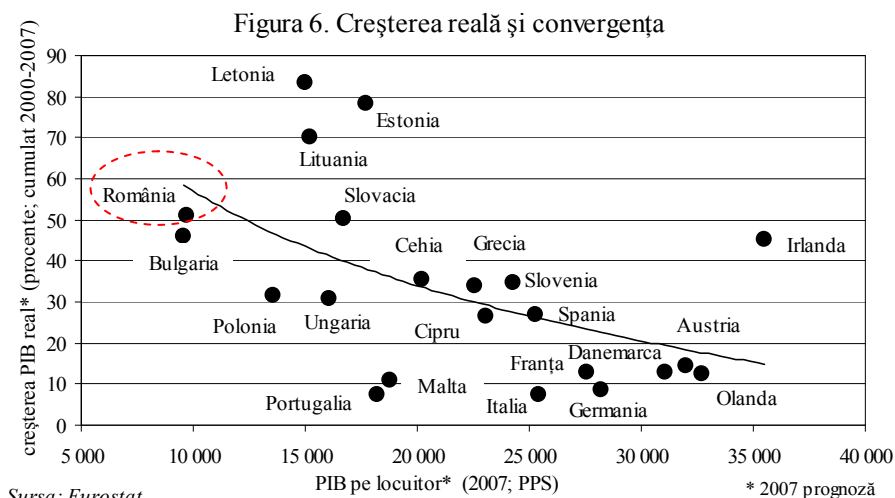
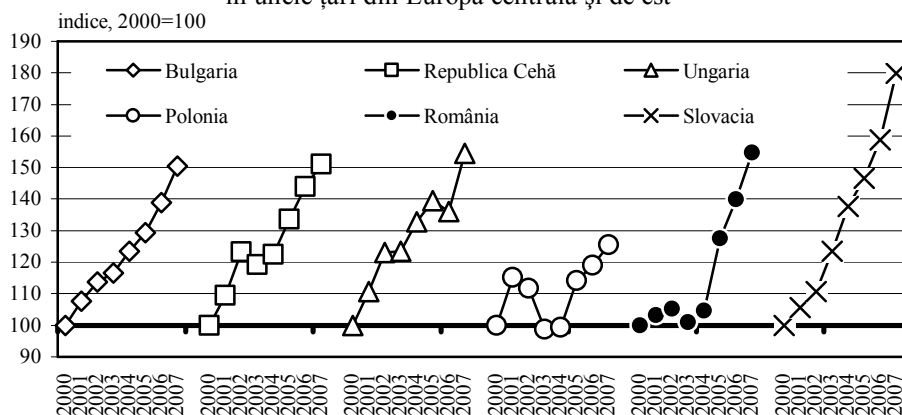


Figura 7. Cursul real de schimb față de EUR
în unele țări din Europa centrală și de est

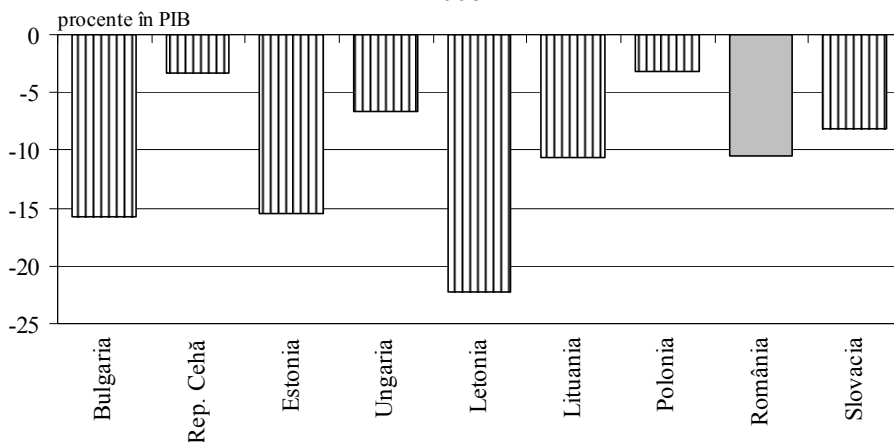


Sursa: Eurostat, INS, BNR

Notă: Creșterea indicelui relevă o apreciere.

Principala provocare la adresa autorităților din țările respective o reprezintă promovarea convergenței nominale și reale în condițiile menținerii stabilității macroeconomice.

Figura 8. Soldul contului curent
2006



Sursa: Eurostat, INS, BNR

Îndeplinirea obiectivelor privind creșterea economică susținută, pe de o parte, și stabilitatea macroeconomică, pe de altă parte, presupune stimularea investițiilor și evitarea caracterului prociclic al politicilor macroeconomice. În ceea ce privește investițiile, autoritățile trebuie să își perfecționeze capacitatea de absorbție a fondurilor comunitare; se impun de asemenea măsuri pentru îmbunătățirea mediului de afaceri, pentru a permite un flux sporit de investiții private. Întrucât economiile din Europa Centrală și de Est prezintă o tendință de supraîncălzire pe parcursul convergenței reale, este evident că dezechilibrele fiscale nu trebuie să se adauge ciclului economic. Politicile economice ar trebui să valorifice perioadele de creștere susținută pentru a promova reformele necesare, asigurând astfel spațiu suplimentar de manevră pentru politica monetară în perioadele ulterioare de declin economic (Krueger, 2004). Mai exact, se recomandă ca politica fiscală să valorifice perioadele de „boom” economic ca o bună ocazie pentru acumularea unor excedente fiscale cu rol de „tampon” în perspectiva perioadelor de declin, când va trebui să contracareze divergențele economice și șocurile asimetrice (Trichet, 2001). Totuși, statele membre UE – atât cele vechi, cât și cele noi – nu țin întotdeauna seama de această recomandare de politică, întrucât este greu să rezisti tentației de a culege roadele perioadelor de avânt economic și, în unele cazuri, modernizarea infrastructurii constituie o necesitate presantă.

Politica monetară s-ar putea confrunta cu o dilemă în contextul intrărilor masive de capital. Pe de o parte, evoluțiile inflației ar putea reclama majorări succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, care încurajează economisirea, asigurând astfel un echilibru între nivelul economisirii și amploarea investițiilor, echilibru esențial pentru evitarea unui deficit excesiv de cont curent. Pe de altă parte, majorarea ratelor dobânzilor ar putea conduce la un diferențial pozitiv de dobândă, ceea ce va atrage intrări suplimentare de capital, cu presiunile aferente în sensul aprecierii monedei naționale. Episoadele de apreciere bruscă ar putea fi ulterior inversate, eventualele consecințe fiind o rată mai mare a inflației și tensiuni în sectorul financiar.

Piața poate soluționa această dilemă prin stabilirea unor prime mai mari de risc la investițiile în economiile în tranziție. Însă, în măsura în care primele de risc prezintă uneori evoluții neuniforme și, în orice caz, sunt sensibile la factori care nu intră sub controlul autorităților, fluxurile de capital pot zădărnici eforturile de stabilizare a economiei (Lipschitz et al., 2002).

Un alt aspect extrem de sensibil îl reprezintă conduita recomandată a politicii monetare în cazul în care inflația este ținută sub control pe orizontul de prognoză, însă dezechilibrele financiare și macroeconomice se adâncesc. Dacă nu elaborează și implementează un răspuns prompt al politicii economice, încă dintr-o fază incipientă, autoritățile contribuie în mod pasiv la accentuarea acestor dezechilibre, care mai devreme sau mai târziu ar putea fie să declanșeze o criză, fie să implice costuri economice mult mai ridicate în cazul unei intervenții ulterioare, când problemele de ordin financiar sau macroeconomic deja s-au acutizat. Deși, teoretic, necesitatea intervenției nu poate fi pusă la îndoială, alegerea momentului unei intervenții timpurii din partea băncii centrale, probabil cu sprijinul celorlalte autorități, poate ridica o serie de probleme greu de soluționat, cum ar fi:

1. Este oare posibil să fie identificate în mod clar dezechilibrele într-o fază incipientă?
2. În cazul în care dezechilibrele care se manifestă într-o fază incipientă dispar de la sine/spontan, iar autoritățile adoptă măsuri restrictive prompte, efectul combinat al celor doi factori ar putea arunca economia într-o recesiune accentuată.
3. Cum ar putea fi explicată o politică monetară mai restrictivă în absența presiunilor inflaționiste? (Crockett, 2003).

Data fiind complexitatea acestor aspecte, calibrarea corespunzătoare a reacției politicii monetare este cu atât mai dificilă. În plus, având în vedere limitările impuse de deschiderea contului de capital, menținerea echilibrelor macroeconomice nu poate fi pusă exclusiv în sarcina politicii monetare; în

schimb, politica fiscală și cea a veniturilor trebuie să aibă un rol de sprijin și astfel să preia din sarcina eforturilor de stabilizare.

Mai precis, politica fiscală trebuie să dețină rolul principal în corectarea dezechilibrelor de cont curent. Acest lucru înseamnă că țările trebuie să își calibreze bugetele astfel încât să facă față creșterii cererii din sectorul privat și să își ia măsurile de protecție necesare împotriva unor eventuale crize, întrucât amploarea deficitului fiscal contribuie în mod direct la magnitudinea deficitului de cont curent. Totodată, prin intermediul componentei sale de creare de stimulente, politica fiscală ar putea încuraja exporturile și activitățile economice productive în general. Pe lângă restrictivitatea politicii fiscale, guvernul trebuie să implementeze o politică prudentă a veniturilor prin limitarea creșterilor salariale din sectorul public, un demers care ar putea restrânge și efectele de imitare pe care creșterile salariale excesive din sectorul bugetar le-ar putea avea asupra celor din sectorul privat. Astfel, ar fi evitată situația nedorită a necorelării câștigurilor salariale cu evoluția productivității muncii.

Totuși, în economiile emergente, chiar și aceste două politici pot fi supuse unor limitări serioase. Necesitatea renunțării la sistemele de pensii moștenite de tip „*pay-as-you-go*” (în care generația actuală contribuie la pensiile generațiilor anterioare, iar generațiile viitoare vor contribui la pensiile generației actuale) în favoarea schemelor de pensii finanțate, pe de o parte, și necesitatea unor investiții publice semnificative în infrastructură (reprezentând o componentă extrem de însemnată a convergenței reale), pe de altă parte, limitează posibilitatea majorării veniturilor și respectiv a diminuării cheltuielilor. Eficiența politicii de venituri este subminată de tensiunile de pe piața forței de muncă, întrucât libera circulație din interiorul UE a condus în multe cazuri la migrarea forței de muncă spre statele membre mai vechi ale Uniunii Europene; în acest caz, presiunile în sensul majorărilor salariale ar putea apărea la nivelul sectorului privat și ar fi mai greu de contracarat prin politica salarială din sectorul public. Totodată, guvernanta publică eficientă și lupta împotriva corupției presupun o motivare

corespunzătoare a angajaților din sectorul bugetar precum și eliminarea inechităților salariale din acest sector.

Istoria ne arată că vulnerabilitățile sistemelor financiare și acumularea dezechilibrelor în alte sectoare ale economiei pot reprezenta surse de risc la adresa stabilității macroeconomice și financiare. Necesitatea unei acțiuni conjugate a tuturor politicilor macroeconomice este cu atât mai mare în condițiile globalizării piețelor de capital, având în vedere că – urmare a comportamentului financiar prociclic sau a acumulării de „excese” în perioade de boom – sistemele financiare riscă mai degrabă să amplifice decât să atenueze efectul șocurilor (González-Páramo, 2007).

5. Studiu de caz – liberalizarea contului de capital și adoptarea strategiei de țintire a inflației în România

În România, liberalizarea contului de capital și adoptarea strategiei de țintire a inflației au fost realizate cu o relativă întârziere (Figura 9) față de alte țări din Europa Centrală și de Est. Amânarea liberalizării contului de capital a fost justificată de mai multe motive. În primul rând, abordarea graduală în ceea ce privește reformele structurale și programele de macrostabilizare din anii '90 s-a reflectat în creșterea inflației și a ratelor dobânzilor în comparație cu alte țări din zonă și cu statele membre UE. În al doilea rând, s-a impus amânarea liberalizării contului de capital până în momentul în care, în urma restructurării sistemului bancar, sectorul financiar devenea suficient de solid pentru a face față fluxurilor de capital cu potențial sporit de reversibilitate. În al treilea rând, era necesar ca banca centrală să atingă un nivel satisfăcător de acoperire a importurilor cu rezervele internaționale, acest obiectiv fiind îndeplinit în prima jumătate a deceniului actual.

Trebuie menționat faptul că, în pofida acestei întârzieri, liberalizarea contului de capital a fost realizată în conformitate cu următoarele principii:

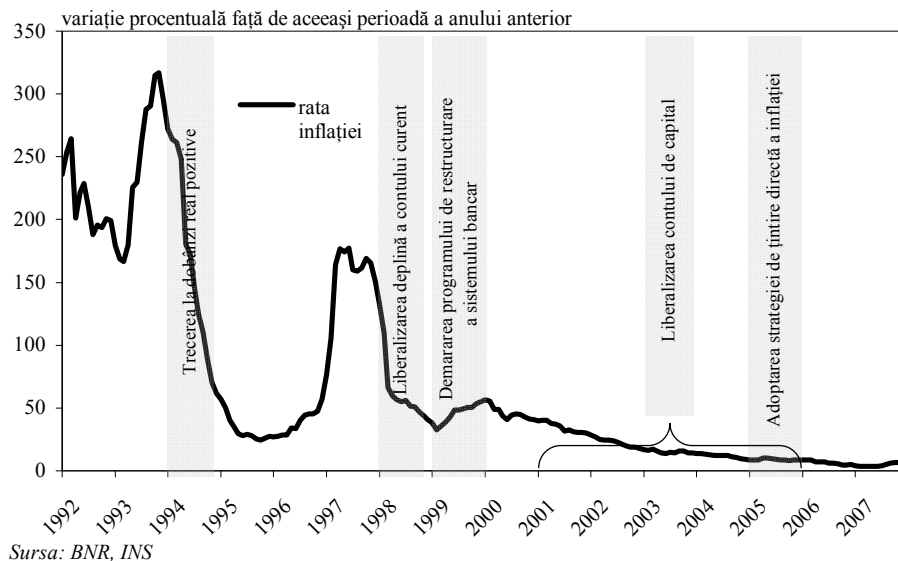
- intrările înaintea ieșirilor;
- fluxurile pe termen mediu și lung înaintea fluxurilor pe termen scurt;
- investițiile directe înaintea investițiilor de portofoliu;
- respectarea succesiunii bănci-firme-gospodării.

Respectând principiile menționate anterior, liberalizarea deplină a contului de capital a fost finalizată în anul 2006, înainte de aderarea României la UE, și s-a suprapus peste adoptarea strategiei de țintire a inflației. Această strategie a fost implementată în anul 2005, după ce a fost luată în considerare pentru prima dată în anul 2001, atunci când aceasta a fost menționată în Programul Economic de Preaderare ca opțiune majoră a băncii centrale.

Principalele motive care au stat la baza acestei opțiuni au fost următoarele: (i) necesitatea realizării unei dezinflații sustenabile, inclusiv din perspectiva convergenței cu UE; (ii) relația instabilă dintre agregatele monetare și inflație; (iii) faptul că un regim de curs de schimb ancorat la o altă valută este extrem de riscant în condițiile unui trend de apreciere determinat de procesul de convergență și ale unei deschideri progresive a contului de capital.

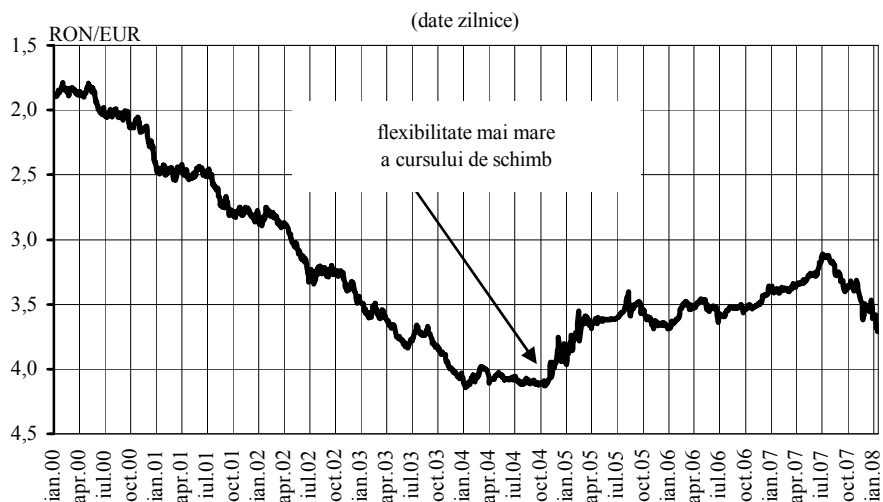
Adoptarea mai rapidă a strategiei de țintire a inflației nu a fost posibilă întrucât nu erau îndeplinite toate precondițiile, mai precis: (i) rata inflației se situa la un nivel exprimat prin două cifre; (ii) dominanța fiscală, deși în scădere, era persistentă datorită influenței exercitate de Ministerul Finanțelor Publice asupra piețelor financiare încă insuficient dezvoltate; (iii) mecanismul de transmitere a politicii monetare și poziția de debitor net a BNR față de sistemul bancar au antrenat reducerea eficienței acțiunilor de politică monetară; (iv) capacitatea de prognozare a băncii centrale nu era suficient dezvoltată.

Figura 9. Cronologia măsurilor adoptate de BNR pentru promovarea stabilității prețurilor și stabilității financiare



Adoptarea de către România a strategiei de țintire a inflației în luna august 2005 și liberalizarea până în luna aprilie 2005, în contextul aderării la UE, a unor intrări de capital pe termen scurt amânate anterior au fost urmate de intrări masive de capital. Totuși, reducerea diferențialului dintre ratele dobânzilor nu a fost suficientă pentru atenuarea acestor intrări de capital.

Figura 10. Cursul de schimb pe piața valutară

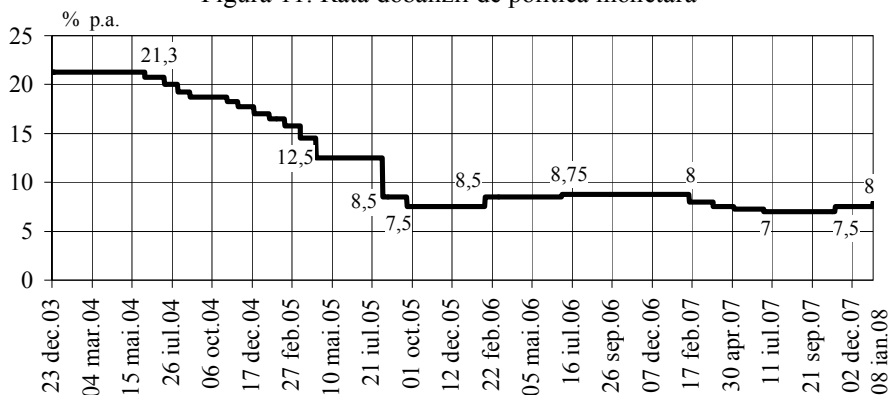


Sursa: BNR

În aceste condiții, s-a impus elaborarea unei strategii pentru a preveni căderea în capcana „imposibilei trinități”. Astfel, începând cu luna noiembrie 2004, BNR a adoptat o politică de flexibilitate sporită a cursului de schimb (Figura 10), caracterizată prin intervenții mai puțin frecvente și previzibile, pentru a se evita formarea unui cerc vicios al politicii monetare (Figura 4). Totodată, Banca Națională a României a redus constant rata dobânzii de politică monetară (Figura 11) și a sterilizat doar parțial surplusul de lichiditate cu scopul de a afecta atractivitatea pieței monetare din România pentru capitalurile speculative. Ca urmare a insuficienței libertății de mișcare și a eficienței reduse în ajustarea instrumentului de politică monetară în absența restricțiilor referitoare la mișcările de capital (de exemplu, majorarea ratei dobânzii, deși limitează expansiunea creditului în monedă națională, ar

avea ca rezultat aprecierea monedei, contribuind, *ceteris paribus*, la sporirea suplimentară a atractivității creditului în valută), banca centrală a trebuit să identifice alte modalități prin care să asigure restrictivitatea politicii monetare în contextul expansiunii rapide a cererii agregate. În general, politica monetară a devenit mai restrictivă, în pofida reducerilor semnificative ale ratei dobânzii.

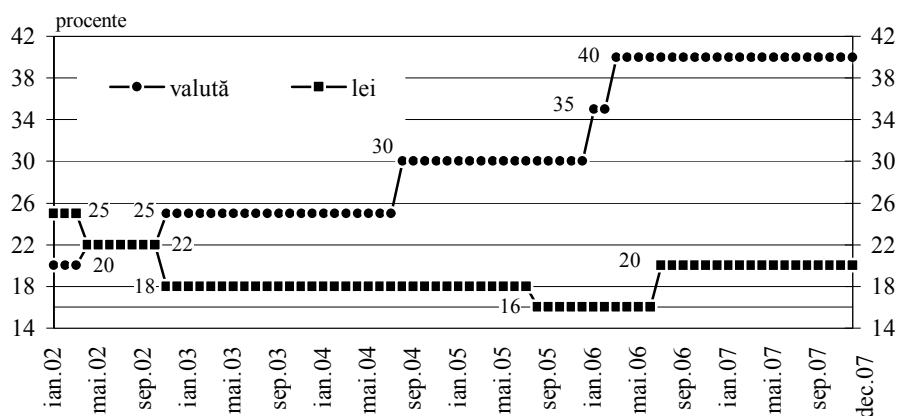
Figura 11. Rata dobânzii de politică monetară



Sursa: BNR

În acest sens, rezervele minime obligatorii au fost utilizate intens (Figura 12), fiind astfel evitată creșterea excesivă, din perspectiva stabilității financiare, a ratei dobânzii de politică monetară. De asemenea, au fost adoptate măsuri administrative și prudențiale, concomitent cu acțiunile de persuadare a sectorului bancar și cu demersurile de conștientizare a publicului cu privire la riscul de curs de schimb, cu scopul de a completa rolul instrumentelor tradiționale ale politicii monetare în atenuarea cererii agregate și de a reduce lipsa de corelare dintre resurse și plasamente la nivelul sistemului bancar în ceea ce privește moneda de denominare (adăugându-se astfel la politica deja existentă privind majorarea rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută).

Figura 12. Ratele rezervelor minime obligatorii



Sursa: BNR

Pachetul de măsuri administrative și prudențiale, actualizat în mod repetat, a vizat atât debitorii, cât și creditorii, obiectivele acestuia constând în îndeplinirea criteriilor de eligibilitate pentru persoanele fizice, pe de o parte, și limitarea, în cazul băncilor, a expunerii decurgând din împrumuturile în valută, pe de altă parte. Totodată, legislația adoptată la începutul anului 2006 i-a permis BNR să exercite supravegherea asupra intermediarilor financiari nebankari, în vederea limitării efectelor propagate generate de restricțiile impuse de BNR, precum intensificarea activității de leasing ca substitut pentru intermedierea bancară. Prin urmare, regulamentele cu privire la activitatea băncilor comerciale au fost aplicate și intermediarilor financiari nebankari, și anume constrângerile legate de adecvarea capitalului, criteriile de eligibilitate pentru clienți, cerințele de raportare statistică etc.

După aderarea României la Uniunea Europeană la începutul anului 2007, care a însemnat și dobândirea libertății depline de furnizare de servicii financiare la nivel transfrontalier prin intermediul pașaportului unic european, unele dintre aceste măsuri au devenit ineficiente, întrucât acestea se aplicau doar în cazul instituțiilor de credit autohtone. Astfel, începând cu 1 ianuarie 2007, BNR a eliminat limitele de expunere aferente persoanelor fizice și juridice neacoperite în mod natural la riscul valutar. De asemenea,

în luna martie 2007, au fost modificate limitele privind angajamentele de plată ale solicitanților de credit, persoane fizice. Totodată, instituțiilor de credit li s-a permis să își desfășoare activitatea de creditare pe baza regulamentelor interne de evaluare a riscului, supuse anterior aprobării de către Banca Națională a României. Băncile ale căror regulamente interne nu au fost încă aprobate de banca centrală trebuie să respecte în continuare plafonul general de 40 la sută, asemenea instituțiilor financiare nebancare a căror activitate este reglementată și supravegheată de BNR.

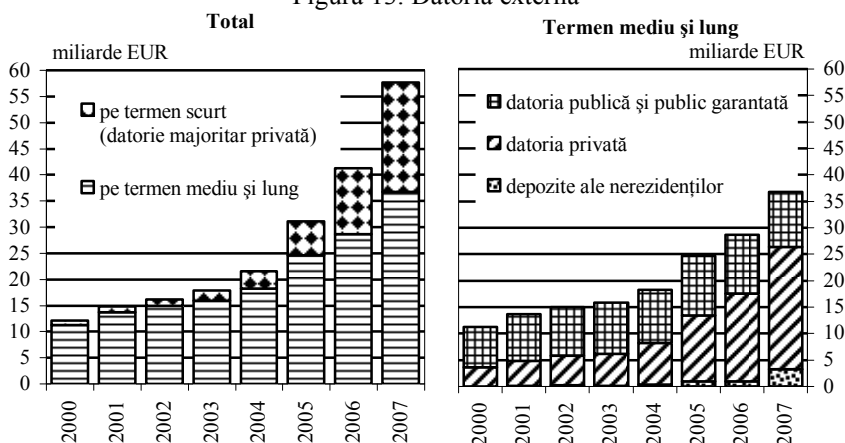
În cazul României, măsurile administrative și prudențiale elaborate în vederea temperării expansiunii creditului s-au dovedit utile, deși acestea tind să devină mai puțin eficiente pe termen mediu, pe măsură ce devin mai permeabile, iar instituțiile de credit autohtone optează pentru reconfigurarea activității în vederea evitării lor. În România, efectele colaterale ale acestor măsuri, asociate cu atenuarea înregistrată de ritmul de creștere a creditului în valută, au fost reprezentate de transferul creditelor în bilanțul instituției de credit-mamă (consemnându-se o anumită îmbunătățire în ceea ce privește stabilitatea financiară internă, dar nu și diminuarea solvabilității cererii agregate), precum și de expansiunea împrumuturilor directe acordate de companii și persoane fizice care posedă active nete semnificative. Efectele colaterale au avut ca rezultat creșterea accentuată a datoriei externe private, cu precădere în cazul scadențelor pe termen scurt (Figura 13). Această situație indică, de asemenea, faptul că măsurile administrative și prudențiale funcționează doar împreună cu instrumentele mai tradiționale de politică monetară și că, în cazul în care anumite niveluri sunt depășite, efectele secundare ale acestora fac ca înăsprirea în continuare a măsurilor în cauză să devină contraproductivă; totodată, se conturează ideea conform căreia trebuie stabilit un echilibru între îndrăzneală și prudență în momentul configurării parametrilor acestor măsuri în cadrul setului de instrumente de politică monetară.

În urma implementării acestor măsuri de către banca centrală, rata medie anuală a inflației a coborât de la 11,9 la sută în anul 2004 la 4,8 la sută

în anul 2007. Cu toate acestea, politica monetară nu a putut evita adâncirea treptată a deficitului de cont curent de la 8,4 la sută din PIB în anul 2004 la aproximativ 14 la sută din PIB în anul 2007. Această evoluție poate fi considerată firească în contextul continuării procesului de recuperare a economiei românești și al creșterii aferente a investițiilor.

Totuși, nu trebuie subestimată contribuția mai puțin favorabilă a expansiunii consumului. Evoluțiile recente reprezintă o sursă de preocupare, deoarece ponderea investițiilor străine directe în finanțarea contului curent a scăzut în favoarea datoriei, îndeosebi celei private, pe termen scurt, care a crescut considerabil la aproximativ 20 miliarde EUR în anul 2007 de la 2 miliarde EUR în anul 2003 (Figura 13). Apelul frecvent la intrările pe termen scurt sporește gradul de vulnerabilitate a economiei, îndeosebi în contextul turbulențelor consemnate recent pe piețele financiare internaționale și generate de criza creditelor ipotecare din Statele Unite; în cazul în care, în perioadele de optimism al piețelor, investitorii par mai puțin preocupați de factorii fundamentali, contribuind adeseori la crearea dezechilibrelor pe care încearcă ulterior să le evite, aceștia devin mult mai temători vizavi de evoluția respectivilor factori fundamentali în urma producerii șocurilor economice și financiare.

Figura 13. Datoria externă



Sursa: BNR, MEF

Privind în perspectivă, procesul de convergență reală și nominală a economiei României se va realiza într-un ritm care depinde în bună măsură de coerența generală a politicilor economice implementate de autorități. Apreciez că este esențial ca liniile directoare ale programelor economice să fie respectate cu strictețe, dincolo de orizontul scurt al unui ciclu electoral.

Procesul de adoptare a euro impune o gestionare realistă, dar și vizionară, care să ia în considerare faptul că economia României necesită o perioadă de ajustare înainte de intrarea în ERM II. Această perioadă trebuie considerată o oportunitate de finalizare a reformelor structurale și de consolidare a stabilității macroeconomice și nu o „pauză“ care poate avea ca rezultat relaxarea prematură a politicilor macroeconomice.

Banca centrală trebuie să asigure, menținându-și strategia de țintire a inflației, apropierea treptată a ratei inflației de nivelurile compatibile cu îndeplinirea criteriului de la Maastricht privind stabilitatea prețurilor. Odată ce inflația redusă a fost consolidată, se vor crea condiții favorabile pentru îndeplinirea sustenabilă a criteriilor de convergență nominală privind rata dobânzii pe termen lung și stabilitatea cursului de schimb. Totodată, implementarea unei politici fiscale prudente va susține sustenabilitatea finanțelor publice. În aceste condiții, există posibilitatea ca România să intre în zona euro la orizontul anului 2014.

6. Concluzii

Într-un cadru de interdependență financiară globală și de incertitudine sporită, politica monetară ideală ar trebui să se caracterizeze prin angajament, consistență dinamică, transparență, asumarea responsabilității, evaluare calitativă, evitarea fluctuațiilor excesive și flexibilitate, set de atribute care implică inevitabil un anumit grad de complexitate (Solans, 2000). În plus, băncile centrale trebuie să acorde o atenție deosebită evoluțiilor de pe piețele financiare, întrucât un sistem financiar stabil este o precondiție esențială pentru asigurarea unei transmisii eficiente și lipsite de tensiuni a politicii monetare, contribuind în ultimă instanță la realizarea obiectivului stabilității prețurilor pe termen lung. În acest sens, se impune monitorizarea sistematică și evaluarea condițiilor de stabilitate financiară în vederea identificării principalelor surse generatoare de riscuri și vulnerabilități ale sistemelor financiare. Însă aceste riscuri și vulnerabilități nu au legătură numai cu evoluțiile din cadrul sectorului financiar, ci și cu modificările înregistrate de mediul macroeconomic.

Economiile emergente din Europa Centrală și de Est sunt angajate pe un drum deloc lipsit de pericole către realizarea convergenței reale și nominale cu Uniunea Europeană, proces care ridică probleme serioase politicii monetare. O problemă majoră o constituie realizarea unui echilibru în ceea ce privește stabilirea politicii de rată a dobânzii, astfel încât țintele de inflație să fie atinse fără a stimula suplimentar intrările de capital care ar putea eroda competitivitatea externă a economiei și perspectivele creșterii pe termen lung. Atingerea unui astfel de echilibru impune ca banca centrală să se ghideze după ideea fundamentală conform căreia nu există posibilitatea realizării unui compromis pe termen lung între inflație și creșterea economică, iar angajamentul pe termen lung față de obiectivul stabilității prețurilor este singura cale de a pune bazele unei creșteri economice de durată prin realizarea unei eficiențe crescute asociate nivelurilor reduse ale inflației. Salvagardarea stabilității financiare, și nu o dezinflație rapidă, ar

trebui să aibă întâietate în cazul unui conflict între aceste obiective, pentru a se putea asigura îndeplinirea obiectivului de stabilitate a prețurilor pe termen lung. De menționat că țările care s-au angajat în procesul dezinflaționist ar trebui să aleagă un ritm adecvat al dezinflației pentru a evita conflictul cu obiectivul stabilității financiare. Pe termen lung, incapacitatea menținerii stabilității financiare nu poate decât să conducă la reinflamarea procesului inflaționist.

Pentru ca procesul de convergență să se desfășoare fără tulburări majore, este esențial ca riscurile la adresa sustenabilității sale să fie permanent monitorizate și reevaluate, căci acestea își schimbă în timp magnitudinea sau chiar natura. Numai în acest fel pot fi corect gândite rolul și conduita politicii monetare, dar și cele ale celorlalte politici economice, în vederea asigurării stabilității macroeconomice. Trebuie să subliniez faptul că politica monetară are nevoie de sprijinul celorlalte politici, în special de cel al politicii fiscale și al politicii veniturilor, care să fie prudente și nu prociclice. Susțin părerea conform căreia adoptarea unei reguli de politică monetară (într-un anumit sens, țintirea inflației este o astfel de normă) ar trebui să fie însoțită de o regulă fiscală, după cum propunea Woodford (2001).

Cazul României demonstrează că liberalizarea contului de capital, dacă este efectuată înainte ca toate condițiile să fie pe deplin îndeplinite, implică riscuri substanțiale și complică în mod semnificativ politica monetară. Experiența României ilustrează faptul că folosirea deciziilor administrative, precum raportul datorie/venit în cazul gospodăriilor, s-ar putea dovedi eficientă pe termen scurt pentru a permite altor politici să aibă timpul necesar pentru a interveni în remedierea dezechilibrelor existente. Însă pe termen lung piețele și agenții privați vor învăța cum să evite restricțiile administrative și astfel problemele vor reapărea.

Pe termen mediu și lung, singura soluție viabilă este reprezentată de elaborarea și implementarea unui mix coerent de politici macroeconomice,

care să susțină creșterea economică, limitând concomitent vulnerabilitățile economiei. Realizarea unui astfel de mix de politici este mult mai importantă decât fiecare politică în parte. În ceea ce privește politica monetară, restrictivitatea sporită a acesteia nu poate compensa decât parțial și pe termen scurt lipsa susținerii din partea politicii fiscal-bugetare și a politicii veniturilor, iar situația rezultantă ar fi suboptimă sub aspectul convergenței reale pe termen mediu și lung. În acest context, se impune ca politica fiscală să joace un rol cheie în asigurarea echilibrului extern. Astfel, deoarece deteriorarea contului curent reflectă convergența reală, politica fiscală ar trebui să ofere un spațiu de manevră mai mare dezechilibrelor dintre economisire și investire în sectorul privat și ar trebui să evite adoptarea unei conduite prociclice. În același timp, politica veniturilor nu trebuie să exercite presiuni excesive asupra cererii și să evite materializarea riscului ca ritmul de majorare a salariilor să depășească dinamica productivității muncii.

În absența unui *mix* adecvat de politici macroeconomice și mai ales în condițiile în care contextul internațional tinde să devină mai puțin favorabil decât în anii anteriori, iar măsurile neortodoxe își epuizează efectul sau sunt abandonate ca urmare a intrării în UE, sporește riscul ca dezechilibrele macroeconomice să se accentueze. Dacă politicile economice practicate de autorități nu își propun sau nu reușesc să tempereze supraîncălzirea economiei și să asigure ajustarea lină a dezechilibrelor macroeconomice, crește riscul de „aterizare forțată”.

Liberalizarea fluxurilor de capital a sprijinit procesul de convergență desfășurat în țările din Europa Centrală și de Est în conformitate cu teoria economică, dar a și accentuat vulnerabilitățile acestora față de șocurile financiare externe și modificarea percepției investitorilor, îndeosebi în contextul actual, caracterizat prin trezirea piețelor financiare globale dintr-un episod de exuberanță prelungită. Totuși, resuscitarea interesului investitorilor față de fundamentele macroeconomice are beneficii pe termen lung, deoarece ar trebui să genereze stimulentele necesare pentru promovarea disciplinei la nivelul politicilor macroeconomice, permițând acestora să rezolve dezechilibrele existente.

Bibliografie

- Backé, P.
Égert B. și
Zumer, T.** *Credit Growth in Central and Eastern Europe*, BCE, Seria caietelor de studii nr. 687, 2006
- Barta, V.** *Interactions Between Monetary Policy and Financial Stability; the Czech Experience*, prezentare susținută în cadrul Conferinței „Regional Financial Market and Financial Stability: A Concept between National Sovereignty and Globalization”, Banca Albaniei, Tirana, 2006
- Bekaert, G.,
Harvey, C. și
Lundblad, C.** *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, NBER, Caiet de studii nr. 8245, 2001
- Bernanke, B.** *The Benefits of Price Stability*, discurs susținut la „The Center for Economic Policy Studies” și cu ocazia „Seventy-Fifth Anniversary of the Woodrow Wilson School of Public and International Affairs”, Princeton University, Princeton, New Jersey, 24 februarie 2006
- Blinder, A.** *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998
- Borio, C. și
Lowe, P.** *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS, Caiet de studii nr. 127, 2002
- Brecher, R.** *Second-Best Policy for International Trade and Investment*, Journal of International Economics 14, 1983
- Brecher, R. și
Diaz-Alejandro, C.** *Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth*, Journal of International Economics 7, 1977

- Calvo, G. și Reinhard, C.** *Fear of Floating*, NBER Caiet de studii nr. 7993, 2000
- Caruana, J.** *Basel II – back to the future*, discurs susținut cu ocazia „The 7th HKMA Distinguished Lecture”, Hong Kong, 4 februarie 2005
- Crockett, A.** *Central banking under test?*, prezentare susținută la Conferința „Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Banca Reglementelor Internaționale, Basel, 28-29 martie 2003
- Edwards, S.** *Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals*, NBER, Caiet de studii nr. W10277, 2004
- Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different*, Caiet de studii nr. 8076, 2004
- Eichengreen, B.** *Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Tell Us?*, World Bank Economic Review, vol. 15, nr. 3, 2001
- Fischer, S.** *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, Journal of Economic Perspectives, vol. 15, nr. 2, primăvara anului 2001
- Frankel, J.** *Monetary Regime Choice for a Semi-open Country* în Edwards S., Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy, New York, Cambridge University Press, 1995
- Frenkel, J. și Razin, A.** *Fiscal Policies and Growth in the World Economy*, MIT Press, 1996

- Friedman, M.** *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, 1968
- González-Páramo, J.M.** *Progress towards a Framework for Financial Stability Assessment*, discurs susținut la Forumul mondial OCDE cu titlul „Statistics, Knowledge and Policy”, Istanbul, 28 iunie 2007
- Greenspan, A.** *Transparency in Monetary Policy*, Federal Reserve of St. Louis Review, 84 (4), iulie-august 2002
- Haugland, K. și Vikøren, B.** *Financial stability and monetary policy – theory and practice*, Norges Bank, Economic Bulletin, nr. 1, 2006
- Isărescu, M.** „Spre o nouă strategie de politică monetară: țintirea directă a inflației”, dizertație cu ocazia decernării titlului de *Doctor Honoris Causa* al Universității din Craiova, Craiova, 17 octombrie 2003
- „România: drumul către euro”, prezentare la Conferința organizată de Colegiul Academic al Universității „Babeș Bolyai”, Cluj-Napoca, 29 martie 2004
- „Reflecții economice”, Academia Română, București, 2007
- Issing, O.** *Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?*, prezentare susținută la Conferința „Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Banca Reglementelor Internaționale, Basel, 28-29 martie 2003
- Kamin, S. și Wood, P.** *Capital Inflows, Financial Intermediation, and Aggregate Demand: Empirical Evidence From Mexico and Other Pacific Basin Countries*, Board of Governors of the Federal Reserve System International, Finance Paper 583, 1997

- Kaminsky, G. și Schmukler, S.** *Short-Run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization*, FMI, Caiet de studii 03/34, februarie 2003
- King, M.** *Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice*, Journal of Monetary Economics, vol. 39, ed. 1, iunie 1997, pag. 81-97
- Krugman, P.** *Saving Asia: It's Time to Get Radical*, Fortune, 7 septembrie 1998
- Lipschitz, L., Lane, T. și Mourmouras, A.** *The Tošovský Dilemma: Capital Surges in Transition Countries*, Finance and Development, vol. 3, septembrie 2002
- Mishkin, F.** *International experiences with different monetary policy regimes* (februarie 1999), NBER, Caiet de studii nr. W6965, 1999
- Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER, Caiet de studii nr. 8087, 2001
- Can Inflation Targeting Work in Emerging market Countries*, NBER, Caiet de studii nr. 10464, 2004
- Mishkin, F. și Savastano, M.** *Monetary Policy Strategies for Latin America*, NBER, Caiet de studii nr. 7617, 2000
- Obstfeld, M.** *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, Journal of Economic Perspectives, vol. 12(4), 1998
- Phelps, E.** *Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium*, Journal of Political Economy 76, 1968

- Papademos, L.** *Price stability, financial stability and efficiency, and monetary policy*, prezentare susținută la Conferința „Challenges to the financial system – ageing and low growth”, Frankfurt pe Main, 7 iulie 2006
- Rato, R.** *Testing the financial waters*, ABC, 3 septembrie 2007a
- Keeping the Train on the Rails: How Countries in the Americas and Around the World Can Meet the Challenges of Globalization*, discurs susținut la „International Economic Forum of the Americas Conference of Montreal”, Canada, 18 iunie 2007b
- Rodrick, D.** *Who Needs Capital Account Convertibility*, în *S. Fischer and others, eds., “Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?”*, eseuri în *International Finance*, nr. 207, Department of Economics, Princeton University, mai 1998
- Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All*, Brookings Trade Forum 1999, Brookings Institution, 2000
- Solans, E.** *How should monetary policy makers respond to the new challenges of global economic integration?*, discurs susținut la Simpozionul „Global Economic Integration: Opportunities and Challenges”, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000
- Stiglitz, J.** *Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability*, *World Development* 98, 2000
- Bleak Growth for the Developing World*, *International Herald Tribune*, 10-11 aprilie, 1999
- Stultz, R.** *Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital*, *Journal of Applied Corporate Finance* vol. 12(3), 1999

- Trichet, J.-C.** *The Euro: A Major Structural Reform of the European Economy*, discurs susținut la Simpozionul Nikkei Euro, Londra, 5 noiembrie 2001
- Woodford, M.** *Fiscal Requirements for Price Stability*, Journal of Money Credit and Banking, vol. 33, nr. 3, august, 2001