A C A D E M I A R O M Â N Ă

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

Sustenabilitatea procesului de convergență nominală şi reală în cadrul UE în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială

Cristina Maria Triandafil

Bucureşti
2013

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
Bucureşti, Calea 13 Septembrie, Nr. 13, Sector 5

Aknowledgment*: This paper represents the results of the research conducted in the post-doctoral research project "The sustainability of nominal and real convergence within the EU in the context of the financial crisis: Implications for the prudential regulatory framework" within the POSDRU project "Scientific economic research, support to welfare and human development in a European context" developed within the National Institute of Economic Research. The research has been supervised by* ***Academician Aurel Iancu****.*

CUPRINS

Introducere 5

1. Aspecte generale ale procesului de convergență. Definiții, sisteme de clasificări, reflectări în literatura de specialitate..... 9
1.1. Teorii privind procesul de convergență economică 9
1.2. Modele de convergență economică 11
1.3. Prezentarea referențialului de cercetare cu privire la procesul de convergență economică 16

2. Analiza procesului de convergență la nivelul Uniunii Europene 20
2.1. Situația indicatorilor de convergență la nivelul Uniunii Europene..... 20
2.2. Situația indicatorilor de convergență la nivelul noilor state membre. Dinamica indicatorilor prin prisma procesului de convergență reală 26
2.3. Aspecte critice ale criteriilor de convergență 35

3. Sustenabilitatea procesului de convergență în contextul ciclurilor economice 51
3.1. Analiza gradului de sustenabilitate a procesului de convergență. 51
3.2. Analiza criteriului de convergență a ratei dobânzii în contextul turbulențelor financiare 60
3.3. Testarea teoriei paritații neacoperite a ratei dobânzii (UIP) la nivelul Uniunii Europene 63

4. Procesul de financiarizare şi convergența economică la nivelul Uniunii Europene 71
4.1. Aspecte generale 71
4.2. Abordări privind relația dintre procesul de financiarizare şi cel de convergență 72
4.3. Reflecții şi interpretări privind relația dintre financiarizare şi convergență 74
4.4. Analiza sistemului financiar în cadrul Uniunii Europene 78
4.5. Corelația dintre economia financiară şi economia reală 86

5. Analiza procesului de financiarizare la nivelul Uniunii Europene prin prisma modelului Godley-Lavoie 91

5.1. O prezentare sumară a modelului Godley-Lavoie 92
5.2. Impactul interacțiunilor dintre menaje, întreprinderi, sistemul financiar-bancar şi administrațiile publice asupra procesului de financiarizare, în lumina modelului Godley-Lavoie. Analiză la nivelul Uniunii Europene 94

6. Politicile macroprudențiale şi procesul de convergență economică .. 102

6.1. Conceptul de politică macroprudențială. Analiza literaturii de specialitate 103
6.2. Prezentarea metodologiei 105
6.3. Analiza indicelui de stabilitate financiară. Corelații cu procesul de convergență 110

Concluzii 118

Bibliografie 122

Anexe 128

SUSTENABILITATEA PROCESULUI DE CONVERGENȚĂ NOMINALĂ ŞI REALĂ ÎN CADRUL UE ÎN CONTEXTUL CRIZEI FINANCIARE; IMPLICAȚII ASUPRA CADRULUI DE REGLEMENTARE PRUDENȚIALĂ

CRISTINA MARIA TRIANDAFIL*

Abstract: *This postdoctoral research aimed to highlight sustainability convergence criteria in the context of financialisation, with impact on the prudential regulator. Based on complex analysis, the research work has revealed that countries in Central and Eastern Europe still face significant macroeconomic risks caused by fragile macroeconomic structures. These countries have been undergoing a catching up process that contributes to the amplification of divergence across the European Union. Being heavily dependent on external financial flows, these countries involve a high macro-prudential risk, affecting the pace of real convergence.*

Keywords: *convergence, macro-prudential, sustenability, nominal and real economy*

JEL: *E20, E60, E51, E52*

Introducere

Experiența crizei financiare a adus în prim-plan paradoxul stabilitate financiară-amplitudinea sistemului financiar. Pe fondul unor fluxuri financiare ample, care au generat în timp o lichiditate abundentă şi, implicit, dezvoltarea unor produse sofisticate, principiul *too big to fail* a căpătat consistență şi a determinat creionarea unei noi filosofii asupra stabilității financiare. În virtutea acestei filosofii, cu cât o instituție financiară se caracteriza prin active importante, prin conexiuni multiple la nivel jurisdicțional şi la nivel de sistem, aceasta era percepută ca fiind suficient de solidă prin dimensiunea sa pentru a rezista unor eventuale şocuri, nefiind susceptibilă să pericliteze stabilitatea financiară.

Colapsul colosului financiar Lehman Brothers a evidențiat limitările acestei filosofii şi a relevat natura paradoxală şi chiar discrepantă între cele două fațete ale medaliei - amplitudine versus stabilitate. În esență, tocmai amploarea fără precedent a sistemului financiar a creat condiții favorabile

* Institutul Național de Cercetări Economice al Academiei Române, Banca Națională a României.

pentru eludarea cadrului de reglementare prudențială bancară şi pentru anumite lacune ale procesului de supraveghere bancară, incapabil să surprindă deficiențe la nivelul sistemului de administrare a riscurilor bazat îndeosebi pe modele interne, acestea din urmă prezentând, din păcate, un potențial semnificativ de arbitraj de reglementare. De fapt, accentul deosebit plasat pe latura cantitativă a modelelor care au stat la baza creării, dezvoltării şi chiar a utilizării instrumentelor financiare inovative, dar deosebit de complexe, a cauzat imposibilitatea autorităților de supraveghere de a le monitoriza într-o manieră mai strictă şi, mai ales, de a conştientiza la nivel global riscurile implicate de acestea.

Pe de altă parte, cadrul de reglementare prudențială bancară s-a concentrat îndeosebi pe dimensiunea individuală a instituțiilor financiar-bancare, având la bază principiul potrivit căruia instituțiile care prezintă un grad suficient de adecvare a capitalului la nivel individual creează premisele asigurării stabilității financiare la nivel de sistem.

Prezenta lucrare a vizat evidențierea situației sistemului financiar în corelație cu procesul de convergență la nivelul Uniunii Europene, cu accent pe diferențele existente în planul gradului de convergență nominală la nivel regional. În acest sens, pe baza unor cercetări ample, lucrarea a relevat relația deosebit de complexă dintre dinamica sistemului financiar şi evoluțiile în planul procesului de convergență economică, având în vedere o fundamentare din punct de vedere teoretic şi operațional. Astfel, în capitolul unu sunt prezentate caracteristicile modelelor de convergență economică, în acord cu evoluțiile teoriilor economice de rigoare. În acest sens, este relevată teoria neoclasică a creşterii economice, împreună cu fundamentele ipotetice ale procesului de convergență reală, respectiv ipoteza convergenței absolute (necondiționate), ipoteza convergenței condiționate şi ipoteza "convergenței de club". În baza acestor fundamentări, cercetarea a adus în prim-plan tipologia procesului de convergență economică în baza unor diferite repere, de tipul factorilor structurali determinanți (în raport cu care poate fi relevată convergența monetară, fiscală ori instituțională).

Liantul dintre procesul de convergență şi sistemul financiar a fost reflectat îndeosebi prin prisma convergenței reale, care reprezintă dezideratul procesului de financiarizare; în esență, financiarizarea a implicat dezvoltarea sistemului financiar-bancar în vederea susținerii economiei reale. Contribuția esențială a cercetării a constat în relevarea paradoxului implicat de teoria financiară modernă, care a pus un accent aparte pe importanța dezvoltării sistemului financiar. Demersul de cercetare s-a axat, în cadrul capitolului al treilea şi al patrulea, pe evidențierea mutațiilor la

nivelul convergenței economice produse sub impactul turbulențelor financiare şi, în consecință, a noului pachet de reglementări prudențiale; în esență, cercetarea a evidențiat migrarea indicatorilor de convergență către o arie referențială opusă, puternic ancorată în conceptul de divergență a criteriilor în cauză. Proiectul a abordat dinamica referențială a convergenței economice din perspectiva cauzelor şi implicațiilor de natură economică, financiară, socială şi de reglementare. Astfel, în cadrul celui de-al patrulea capitol, a fost evidențiată relația dintre procesul de financiarizare şi convergența economică în cadrul Uniunii Europene. Sistemul financiar a fost analizat din perspectiva dinamicii înregistrate pe parcursul ultimilor zece ani, precum şi în lumina particularităților implicate de componentele sale. Abordarea a fost una complexă, atât la nivelul sistemului financiar în ansamblu, cât şi la nivelul dimensiunilor sale - sistemul bancar, piața titlurilor de capital, piața titlurilor obligatare, piața monetară. Accentul a fost plasat asupra procesului de convergență reală, reflectat în dinamica PIB-ului real, urmărindu-se modul în care acesta reacționează sub impulsul componentelor sistemului financiar.

În esență, în virtutea procesului de convergență, cercetarea a evidențiat balansul dintre economia nominală şi economia reală, cu sublinierea implicațiilor asupra stabilității macroeconomice. Recentele turbulențe financiare au reflectat faptul că fluxurile financiare pot căpăta amploare disparat în raport cu economia reală; chiar dacă aceasta suferă o contracție, economia nominală se poate dezvolta în contextul valorificării intense a unei componente a sistemului financiar. De exemplu, emisiunile obligatare au susținut în mod semnificativ nevoia de finanțare resimțită pe fondul dezechilibrelor financiare, contribuind astfel la creşterea ponderii sistemului financiar în PIB.

În plan operațional, cercetarea s-a remarcat printr-o puternică latură empirică, reflectată în construcția unei serii de indicatori complecşi, prin care s-a surprins îngemănarea dintre cele două categorii de convergență, precum şi cea dintre cadrul financiar şi economia reală. Capitolul al doilea a adus în prim-plan nivelul ridicat de divergență existent în planul sistemului monetar-financiar şi în planul economiei reale din aceste țări, divergență care afectează în cele din urmă avantajele prefigurate de uniunea economico-monetară. Analiza dinamică a acestor indicatori a evidențiat importanța unor politici economice necesare la nivelul Uniunii Europene, în vederea consolidării stabilității macroeconomice a acestora, precum şi a diminuării riscurilor macroprudențiale.

În plus, în cadrul celui de-al şaselea capitol, pentru a aprofunda relația dintre procesul de convergență şi politicile macroprudențiale, cercetarea a reliefat sistemul financiar în corelație cu diferențele existente în planul gradului de convergență nominală la nivel regional. În acest sens, pe baza unor cercetări anterioare, au fost construite diferite grupuri de țări, având în vedere similaritatea gradului de convergență nominală. În vederea evaluării nivelului de stabilitate financiară în cadrul Uniunii Europene, cercetarea a propus trei indici construiți prin agregarea unei serii de indicatori caracteristici sistemului financiar, precum şi procesului de convergență nominală şi reală. La nivelul zonei euro, dinamica indicelui de stabilitate financiară a surprins o evoluție mai puțin amplă, fluctuațiile fiind de o amplitudine mai redusă. Aspectul interesant a constat în faptul că, la nivelul Europei Centrale şi de Est, indicele a înregistrat o evoluție predominant crescătoare, în opoziție cu zona euro, unde dinamica este una opusă. La nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est, dinamica indicelui de stabilitate financiară a fost una eterogenă; cu excepția Poloniei şi României, care au evidențiat o traiectorie similară, celelalte țări s-au remarcat prin dinamici variate.

În privința celorlalți doi indici, analiza a relevat anumite particularități ale corelației dintre procesul de convergență nominală şi procesul de convergență reală. În cazul indicilor calculați la nivelul celor două regiuni - zona euro versus țările din Europa Centrală şi de Est care nu au adoptat moneda unică - s-a remarcat faptul că cele două procese au prezentat o dinamică similară din punctul de vedere al trendului.

Ca soluții, capitolul al doilea şi al treilea au evidențiat necesitatea creării unor indicatori compoziți de convergență economică, precum şi a restructurării cadrului de reglementare prudențială în sensul asigurării stabilității financiare, în paralel cu crearea premiselor pentru susținerea economiei reale.

Din perspectiva implicațiilor multidisciplinare, rezultatele cercetării au o importanță atât în plan economic şi financiar, prin prisma unei eventuale administrări a riscurilor implicate de evoluțiile ulterioare în procesul de convergență la nivelul Uniunii Europene, precum şi în plan macroprudențial, prin elaborarea unor politici destinate încurajării convergenței reale. În acest sens, proiectul aduce în prim-plan necesitatea de asigurare a unui cadru de reglementare echilibrat, care să permită atât creditarea economiei reale, cât şi construirea unor premise sănătoase pentru dinamica sistemului financiar.

1. Aspecte generale ale procesului de convergență. Definiții, sisteme de clasificări, reflectări în literatura de specialitate

1.1. Teorii privind procesul de convergență economică

În literatura de specialitate, convergența economică este definită sub forma unui proces de reducere a decalajelor existente între țări cu niveluri de dezvoltare diferite. În acest sens, au fost relevate două tipuri de convergență: nominală şi reală. Convergența nominală este reprezentată de evoluția unei serii de indicatori (rata inflației, rata dobânzii, cursul valutar, deficitul bugetar, datoria publică) în direcția valorilor prefigurate de Tratatul de la Maastricht, considerate ca fiind optime pentru adoptarea monedei unice. Convergența reală se evidențiază ca un proces de apropiere a standardelor de viață din țările emergente de standardele caracteristice țărilor dezvoltate, respectiv existența unei similarități la nivelul producției, veniturilor, ratei de ocupare, productivității etc. În general, gradul de convergență reală se reflectă în indicatorul PIB/cap de locuitor, exprimat în paritatea puterilor de cumpărare, precum şi în alți indicatori corelați cu nivelul de dezvoltare economică, de competitivitate, dar şi cu piața muncii.

Teoria neoclasică a creşterii economice evidențiază faptul că economiile caracterizate prin aceeaşi funcție de producție vor atinge acelaşi nivel de dezvoltare, indiferent de poziția lor inițială. Din această perspectivă, au fost fundamentate trei ipoteze de convergență reală:

- ipoteza convergenței absolute (necondiționate) - nivelul venitului pe cap de locuitor în diferite țări converge pe termen lung, indiferent de condițiile lor inițiale;

- ipoteza convergenței condiționate - nivelul venitului pe cap de locuitor din țări care au structuri fundamentale identice converge pe termen lung, independent de condițiile inițiale. Acest tip de convergență apare când se poate observa o corelație negativă între creşterea PIB-ului şi PIB-ul inițial;

- ipoteza "convergenței de club" - nivelul venitului pe cap de locuitor din țări care au structuri fundamentale identice converge pe termen lung, în cazul în care condițiile inițiale sunt similare.

Pe baza testelor aplicate la nivelul acestor ipoteze, s-au definit două tipuri de convergență reală:

- convergența de tip β, care relevă că, pe termen lung, în contextul ipotezei convergenței absolute, economiile sărace tind să crească mai repede decât cele mai bogate, iar în contextul ipotezei convergenței condiționate, se produce acelaşi fenomen în funcție de anumiți factori determinanți;

- convergența de tip σ, care evidențiază o variație descrescătoare a nivelului venitului pe cap de locuitor într-un grup de țări.

Cercetări numeroase au relevat faptul că procesul convergenței reale se află sub impactul unui ansamblu de factori determinanți, reprezentați de nivelul economisirii, creşterea populației etc., care determină reducerea disparităților structurale dintre diferite țări sau regiuni, permițând realizarea unui proces de reducere a decalajelor *(catching up*). Cercetări recente (Cavallero (2010)) au relevat faptul că este deosebit de importantă nu doar convergența la nivel internațional, ci şi convergența interregională, mai ales prin prisma noilor state membre. În acest sens, literatura (Mink et al. (2007)) a relevat faptul că, în anii '50-'70, s-a remarcat o reducere a disparităților regionale, în timp ce, pe parcursul anilor '70-'80, s-a înregistrat o divergență regională; ulterior, în anii '90, cu excepția perioadei de început, marcată de unificarea celor două Germanii, s-a remarcat o convergență economică accentuată.

Cercetările din anii '90 (Valdes (1999)) au punctat frecvent faptul că, în timp, convergența nominală generează convergența reală, în virtutea stabilității macroeconomice realizate prin intermediul stabilității prețurilor şi disciplinei fiscale, prin stimularea investițiilor şi a comerțului internațional, toți aceşti vectori favorizând creşterea economică.

Testele empirice reflectate în literatura de specialitate au relevat un grad ridicat de eterogenitate a rezultatelor obținute, respectiv nu a fost posibilă emiterea unor concluzii ferme referitoare la evoluția procesului de convergență la nivelul țărilor emergente şi dezvoltate. Astfel, s-a remarcat faptul că, pe parcursul unor diferite perioade de timp, țările emergente nu au realizat progrese importante din punctul de vedere al recuperării decalajelor în raport cu cele dezvoltate (Angeloni şi Ehrmann (2004)); în alte cazuri, s-a înregistrat o evoluție notabilă în procesul de convergență reală, țările emergente aflându-se într-un proces de convergență mult mai accelerată decât cel previzionat inițial (Aguiar şi Soares (2009)). Din această perspectivă, unele țări care au înregistrat evoluții importante în procesul de convergență reală continuă să progreseze din acest punct de vedere, în timp ce, în cazul altor țări, se accentuează disparitățile în raport cu cele dezvoltate.

Testele empirice realizate în cadrul a numeroase studii (Melitz şi Ottaviano (2005)) au relevat faptul că este necesară luarea în considerare a altor factori (cadrul instituțional, nivelul de educație) pentru a explica procesul de convergență. Din această perspectivă, cercetările au fundamentat o veritabilă tipologie a convergenței economice (Hanusch şi Balzat (2004)):

- *convergența monetară* reflectată în evoluția inflației, a ratei dobânzii, a cursului valutar, a deficitului bugetar și a datoriei publice;
- *convergența fiscală* reflectată în evoluția deficitului bugetar, a datoriei publice și a datoriei externe;
- *convergența reală (absolută)* reflectată în evoluția PIB-ului pe cap de locuitor, a ponderii agriculturii în PIB, a ratei șomajului și a ponderii comerțului internațional;
- *convergența instituțională* reflectată în evoluția anumitor indicatori special elaborați în această privință[1], precum și în stadiul implementării acquis-ului comunitar.

Barro și Sala-i-Martin (1995) au evidențiat existența, alături de *convergența absolută*, a *convergenței condiționate*, potrivit căreia, odată realizate niveluri similare de dezvoltare în cadrul condițiilor structurale, aceeași situație se remarcă și în cazul variabilelor care reflectă economia reală, respectiv PIB-ul/cap de locuitor. Convergența în cadrul Uniunii Europene s-a realizat în cadrul unui proces de integrare, caracterizat printr-o extindere graduală, de la un nucleu inițial de șase țări în 1958 la douăzeci și șapte de țări în momentul actual. Acest proces de integrare s-a realizat inițial în jurul unei piețe unice și al unei uniuni vamale, pentru ca ulterior să se finalizeze în cadrul unei uniuni economice și monetare. De altfel, uniunea economică și monetară este concepută sub forma unei modalități prin care se realizează convergența reală, care, în virtutea zonelor monetare optime[2], contribuie la diminuarea efectelor generate de șocurile economice.

1.2. Modele de convergență economică

În literatura de specialitate, s-au evidențiat frecvent diferențe între convergența reală și convergența nominală (De Grauwe P. (2007)). Conform teoriei paității puterilor de cumpărare, prețul bunurilor comercializabile în

[1] Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare a elaborat un indice pe baza căruia este posibilă evaluarea stadiului de convergență instituțională. Acest indice se bazează pe următoarele componente: cadrul juridic, sistemul bancar, liberalizarea comerțului și gradul de deschidere către piața externă.

[2] Teoria clasică a zonelor monetare optime (*Optimum Currency Area*) dezvoltată de Mundell, McKinnon și Kenen (2000) definește zona monetară optimă ca o regiune geografică în care statele membre trebuie să utilizeze cursuri valutare fixe sau o monedă unică. Robert Mundell a identificat o serie de criterii pe care trebuie să le îndeplinească o țară pentru a putea aparține unei zone monetare optime: simetria șocurilor externe, gradul de mobilitate a forței de muncă, gradul de deschidere a economiei, nivelul diversificării economice.

diferite țări ar trebui să fie același pe termen lung; eventuale diferențe sunt generate de prețurile bunurilor necomercializabile, precum și de productivitatea muncii sau de costurile de tranzacționare. Marelli (2007) a relevat faptul că aceste diferențe pot fi subscrise discrepanței existente între convergența nominală și convergența reală, structurilor economice diferite, precum și mecanismelor de ajustare diverse.

1.2.1. Modelul neoclasic Solow

Modelul neoclasic al lui Solow[3] reprezintă un fundament în formalizarea procesului de creștere economică. Datând de la mijlocul anilor 1950, modelul demonstrează că, pe termen lung, o economie tinde către o stare de echilibru, caracterizată prin creșterea continuă a producției. Modelul Solow se bazează pe un ansamblu de ipoteze simplificatoare:

a) rata de economisire și rata de creștere a forței de muncă sunt exogene și constante;

b) economia se află într-o stare de echilibru (caracterizată printr-un grad de ocupare deplină a forței de muncă);

c) procesul de producție se bazează pe doi factori fundamentali - muncă și capital; modul de combinare a acestora este determinat printr-o funcție de producție neoclasică.

Implicații ale modelului neoclasic

O implicație fundamentală a modelului Solow este reprezentată de fenomenul de convergență economică, definită în literatura de specialitate sub forma unui proces de recuperare a decalajelor dintre economiile cu niveluri scăzute ale venitului pe cap de locuitor în raport cu economiile cu niveluri ridicate. Modelul neoclasic asumă faptul că țările sărace vor recupera decalajele în raport cu țările bogate, iar producția pe cap de locuitor, ca și rata de creștere economică vor atinge la finalul unei anumite perioade de timp același nivel. Această predicție este condiționată; ea depinde de ipoteza că economiile sunt identice în toate privințele, cu excepția nivelului lor inițial de producție pe cap de locuitor. Modelul presupune că economiile au tehnologii identice de producție, aceleași rate de economisire și cadre instituționale (de exemplu, sisteme juridice similare).

[3] Robert Merton Solow (n. 23 august 1924) - economist american cunoscut în special pentru contribuțiile sale deosebite în domeniul creșterii economice. Laureat al Premiului Nobel în științe economice în anul 1987.

Producția pe cap de locuitor converge în modelul neoclasic datorită randamentelor marginale descrescătoare ale capitalului. Modelul presupune că o economie cu un nivel mai scăzut de capital pe cap de locuitor va avea un randament superior al capitalului. Prin urmare, o țară săracă ar trebui să aibă un randament marginal al capitalului mai mare decât o țară bogată, deoarece, prin definiție, are niveluri mai scăzute de producție și de capital pe locuitor. Astfel, în cazul în care cele două țări au rate identice de economisire, atunci țara mai săracă va crește mai repede, deoarece fiecare unitate monetară suplimentară de investiții va produce mai multe bunuri și servicii decât în țara mai bogată. Modelul prezice, de asemenea, că investițiile într-o țară săracă vor depăși nivelul economisirii, deoarece rata ridicată de rentabilitate a capitalului fizic va atrage fluxurile de investiții din țările bogate, accelerând procesul de convergență. Relaxarea ipotezei potrivit căreia economiile cu grade de dezvoltare diferite au structuri de producție identice produce o altă sursă de convergență. Transferul de tehnologie din țările industrializate către țările în curs de dezvoltare poate determina ca acestea din urmă să crească mai repede. Modelul neoclasic atribuie această creștere progresului tehnologic.

Limitări ale modelului neoclasic

Analiștii apreciază că o primă limitare a modelului neoclasic constă în conceperea progresului tehnologic sub forma unui factor unic în procesul de stimulare a producției pe cap de locuitor, ignorând dinamica celorlalte variabile determinante, considerate a exercita un efect de nivel. În al doilea rând, modelul neoclasic oferă doar un cadru rudimentar pentru analiza efectelor politicii guvernamentale asupra creșterii economice, ignorând orice modalitate prin care aceste politici pot influența rata de creștere a producției pe cap de locuitor (cu excepția politicilor care vizează progresul tehnologic).

În al treilea rând, modelul este limitativ în privința variabilelor care pot surprinde efectul fluxurilor internaționale asupra creșterii economice. Numeroase studii au evidențiat faptul că țările cu orientare spre exterior tind să crească mai repede decât cele care adoptă o poziție mai protecționistă.

1.2.2. Dezvoltări ulterioare modelului neoclasic

Pentru a surmonta aspectele limitative ale modelului neoclasic, adepții noii teorii a creșterii (NTC) au ameliorat modelul lui Solow, restructurând o parte din ipoteze, în special în direcția migrării de la randamente de scară constante la randamente crescătoare, precum și a

asimilării progresului tehnic sub forma unui factor endogen. Astfel, anii '80 au marcat o nouă paradigmă în modelarea creşterii, caracterizată prin următoarele demersuri:

- § endogenizarea unor variabile (în principal, progresul tehnologic);
- § extinderea modelului de bază către fundamentarea modelelor multisectoriale;
- § integrarea unui ansamblu mai complex de factori de producţie în cadrul modelelor dezvoltate;
- § luarea în considerarea a externalităţilor şi a economiilor de scară, precum şi a structurii de piaţă monopolistice. Ulterior, modelele endogene de creştere economică (Romer (1986), Grossman şi Helpman (1994), Lucas (1998)) au evidenţiat că tehnologia are un rol fundamental în creşterea productivităţii, accentuând importanţa dispersării progresului tehnologic la nivel transfrontalier şi a politicilor destinate cheltuielilor de cercetare-dezvoltare (a se vedea tabelul 1.1).

Tabelul 1.1

Caracteristicile modelelor de creştere economică

MODEL DE CREŞTERE	**FACTOR ESENŢIAL ÎN DETERMINAREA CREŞTERII**	**LATURA ENDOGENĂ A CREŞTERII**	**CONVERGENŢĂ/DIVERGENŢĂ**	
			Rata de creştere	**Nivelul venitului**
Harrod-Domar	Investiţia în capitalul fizic	Da	Neutralitate condiţionată	Divergenţă condiţionată
Solow	Investiţia în capitalul fizic	Nu	Convergenţă necondiţionată	Divergenţă condiţionată
Progres tehnologic endogen	Alocarea de capital uman între sectoare, investiţia în capitalul fizic	Da	Divergenţă condiţionată	Divergenţă condiţionată
Modelul capitalului uman	Investiţia în capitalul fizic şi uman	Da	Neutralitate condiţionată	Divergenţă condiţionată
Modelul externalităţilor tehnologice	Investiţia în capitalul fizic şi *learning by doing*	Da	Divergenţă condiţionată	Divergenţă condiţionată

Sursa: Staicu, G. şi Moraru, L.C. (2006), „Paradigma creşterii endogene. Implicaţii privind teoria şi politica economică", *Economie teoretică şi aplicată*, vol. 10 (6).

Baumol (1986) a relevat că ţările mai sărace înregistrează o creştere economică mai susţinută decât ţările dezvoltate şi, ca urmare, diferenţa de venit pe cap de locuitor va dispărea. Anii '70 au marcat disparităţi

importante din punctul de vedere al ritmului de creştere economică, extrem de accelerată în Asia în raport cu alte regiuni. Fidrmuc şi Korhonen (2006) au relevat că ritmul de creştere a fost deosebit de ridicat în China, Malaysia şi Thailanda în anii '90, spre deosebire de țările din Orientul Mijlociu, care au înregistrat valori scăzute.

Aceste disparități au fost explicate prin prisma:

- § cadrului neomogen în materie de politici guvernamentale, sistem juridic, principii democratice;
- § diferențelor notabile înregistrate la nivelul factorilor externi. O parte dintre țări au fost puternic afectate de restructurări importante în cadrul politicilor de comerț internațional, al politicilor macroeconomice, precum şi al regimurilor politice;
- § gradului diferit de înzestrare cu resurse naturale;
- § diversității structurilor economice, caracterizate de structuri diferite de producție, niveluri variate de productivitate, ocupare a forței de muncă şi competitivitate;
- § diferențelor semnificative la nivelul structurii pieței forței de muncă.

Evoluții recente la nivelul situației macroeconomice a țărilor din Europa Centrală şi de Est au evidențiat ***caracterul limitativ*** al criteriilor de convergență nominală. Din această perspectivă, au fost remarcate o serie de ***contradicții*** între aceste criterii. Pe de o parte, un control riguros asupra ratei inflației implică frecvent o creştere a ratei dobânzii şi o apreciere a cursului valutar, ceea ce poate genera o încălcare a criteriilor de convergență nominală.

Pe de altă parte, reducerea ratei dobânzii are drept consecință inflamarea presiunilor inflaționiste. Lewis şi Staehr au subliniat încă din anul 1997 anumite situații problematice la nivelul criteriilor de convergență. Stabilirea valorii de referință la nivelul ratei inflației implică reale dificultăți în cazul extinderii UE; integrarea altor state a generat scăderea valorii de referință. În acest mod, respectarea valorii de referință devine din ce în ce mai dificilă pentru statele membre.

Dobrinsky (2006) şi Lewis (2007) au reliefat că ultimele două valuri de extindere au condus la diminuarea valorii de referință. Jonas (2006) a evidențiat că existența unei valori de referință unice pentru întreaga UE-27 nu este oportună, fiind mult mai relevantă stabilirea a două valori de referință, particularizate în funcție de stadiul ciclului economic, respectiv o valoare de referință pentru țările care traversează perioade de supraîncălzire a economiei, precum şi o altă valoare de referință pentru țările aflate în faza

descrescătoare a ciclului economic. Busetti et al. (2006) au subliniat că stabilirea unei valori de referință a ratei inflației prin raportarea la cele mai performante trei țări în domeniu poate conduce la o situație în care o țară este inclusă în ansamblul conținând cele mai performante țări în domeniu, dar în acelaşi timp este posibil să nu îndeplinească acest criteriu de convergență.

1.3. Prezentarea referențialului de cercetare cu privire la procesul de convergență economică

Stadiul actual al literaturii de specialitate în domeniul relației dintre convergența nominală şi convergența reală la nivelul țărilor recent integrate în cadrul Uniunii Europene include o serie de cercetări care au relevat existența unor disparități importante atât la nivel interregional, cât şi la nivel intraregional. Răileanu-Szeles şi Marinescu (2010) au evidențiat caracterul eclectic al cercetărilor pe această temă, multe dintre acestea remarcându-se prin emiterea unor judecăți de valoare divergente. În esență, majoritatea țărilor care au devenit membre ale UE în cadrul ultimelor valuri de integrare se remarcă printr-un substrat comun în privința traiectoriei parcurse; de-a lungul unei lungi perioade, au fost supuse regimului comunist, având în prim-plan o economie centralizată, în care libera inițiativă era practic inexistentă. După prăbuşirea acestui regim politic, țările au parcurs procesul de tranziție către economia de piață şi, ulterior, procesul de aderare la Uniunea Europeană, finalizat în etape diferite.

Încă din anul 2000, au fost elaborate diverse studii care au analizat stadiul procesului de convergență nominală şi reală la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est. Inițial, concluziile studiilor au confirmat existența unei relații pozitive între cele două tipuri de convergență, respectiv Bergs (2000) şi Bjorksten (2001) au reliefat faptul că îndeplinirea criteriilor de convergență nominală conduce în timp către realizarea convergenței reale.

Barrientos (2007) a ilustrat corelația dintre cele două procese de convergență sub impactul dimensiunii temporale:

- § pe termen lung, convergența reală determină reducerea diferențelor dintre condițiile structurale la nivelul diferitor țări sau regiuni, permițând reducerea disparităților;
- § pe termen scurt, convergența reală determină un caracter mai simetric al şocurilor, reflectându-se în similaritatea reacției la şocuri a variabilelor care reprezintă economia reală.

Egert et al. (2006b) evidențiază că, în cadrul uniunii monetare, efectele șocurilor depind de gradul de asimetrie a acestora, în timp ce asimetria este explicată prin prisma structurilor economice diferite. Un aspect fundamental al cercetărilor pe această temă a fost reprezentat de identificarea momentului oportun pentru adoptarea monedei unice; în timp ce o serie de autori consideră că integrarea în zona euro ar trebui să se realizeze doar în condițiile în care criteriile de convergență nominală și reală sunt respectate, chiar dacă perioada este mai îndelungată, afectând posibilitatea de integrare cât mai rapidă în zona euro, alți autori apreciază că integrarea cât mai timpurie generează efecte benefice, prin prisma reducerii decalajelor între țarile dezvoltate și cele emergente.

Egert și Kocenda (2005) relevă existența unui PIB pe cap de locuitor similar din perspectiva dinamicii, ceea ce reflectă un proces de convergență efectivă la nivelul economiei reale; din perspectiva economiei nominale, autorul a evidențiat un proces de convergență susținut, având în prim-plan dimensiunea fiscală, precum și pe cea monetară, evidențiată prin intermediul ratei dobânzii. Lein-Ruprecht et al. (2007) au relevat faptul că procesul de convergență reală generează multiple transformări structurale care conduc în timp la creșterea productivității, a gradului de calificare a forței de muncă, a fluxurilor comerciale internaționale. Lee și McAleer (2004) au reliefat, de altfel, contribuția importantă a PIB pe cap de locuitor asupra gradului de deschidere a economiei.

Pecican (2009) a evidențiat gradul ridicat de divergență la nivelul Uniunii Europene, mai ales din perspectiva țărilor mai puțin dezvoltate; determinarea indicatorului PIB pe locuitor în ultimii 10 ani a reflectat o convergență extrem de slabă la nivelul UE. Dobrescu (2004) și Iancu (2009) au reliefat, în acest sens, contrapunerea a două tendințe: convergența economiilor vechilor state membre, în opoziție cu divergența provocată de integrarea noilor țări în UE, care se remarcă prin niveluri de dezvoltare poziționate mai ales spre zona inferioară a clasamentului și mai puțin spre cea mediană.

Pecican (2009) a constatat, în privința României, o abatere semnificativă în raport cu media nivelului de dezvoltare a Uniunii Europene pentru intervalul 1999-2007; doar în condițiile în care se poate menține un ritm de creștere economică a României în jurul a 10% ar fi posibilă apropierea semnificativă de României de media UE în următorii 15-20 de ani. În acest mod, putem aprecia că recenta criză financiară periclitează posibilitatea de înregistrare sau de menținere a acestui ritm de creștere, ceea ce creează reale impedimente pentru accelerarea procesului de convergență.

Iancu (2009) a relevat faptul că, pentru grupul celor 10 țări care au aderat la UE în 2004, se remarcă un nivel mai înalt de convergență față de ansamblul țărilor membre UE; în plus, diferențele dintre țările acestui grup în ceea ce privește nivelul de trai s-au dovedit a fi relativ scăzute și, prin urmare, gradul de convergență între aceste țări exprimat în termeni reali este mult mai ridicat decât cel exprimat în termeni nominali.

Literatura de specialitate pe tema convergenței la nivelul țărilor din Europa Centrală și de Est a ilustrat efectul Balassa-Samuelson (BS), prin prisma corelației dintre ritmul de creștere a productivității și rata inflației; potrivit teoriei BS, o țară emergentă, cu un ritm accelerat de creștere a productivității, este probabil să înregistreze o convergență mai rapidă a nivelurilor de productivitate în sectorul bunurilor comercializabile decât în sectorul celor necomercializabile. Existența unei productivități ridicate determină creșterea salariilor în cadrul acestui sector și, în virtutea mobilității factorului muncă, creșterea salariilor se produce gradual și în celelalte sectoare de activitate și, ulterior, acest fenomen se propagă asupra nivelului general al prețurilor. Altăr et al. (2009) au reliefat impactul efectului Balassa-Samuelson asupra aprecierii reale a cursului de schimb la nivelul României pentru perioada 1995-2004, în mod similar cu cercetarea efectuată de Halpern și Wyplosz (2001), care au cuantificat, utilizând date panel, că, în medie, aprecierea reală de ”echilibru” a cursului de schimb este de 3% pe an. În general, cercetările au evidențiat manifestarea efectului BS în cadrul țărilor din Europa Centrală și de Est; Lein-Ruprecht et al. (2007) au relevat atenuarea acestui efect sub impactul gradului de deschidere a economiei.

Majoritatea cercetărilor realizate până acum în domeniul convergenței economice s-au remarcat prin complexitate, accentul lor fiind plasat preponderent pe diverse fenomene de tipul Balassa-Samuelson, considerate drept adjuvante pentru procesul de convergență. Multe cercetări au fost focalizate pe ritmul cu care s-a produs convergența la diverse niveluri regionale, precum și pe factorii structurali care au determinat anumite disparități la nivel global (Rinaldi-Larribe (2008), Marelli și Signorelli (2010b), Foster și Stehrer (2007)). Totuși, analiza actualului referențial al literaturii de specialitate a evidențiat absența unei perspective privind impactul manifestat de componenta financiară asupra procesului de convergență, mai ales din perspectiva țărilor din Europa Centrală și de Est. Liantul financiarizare-convergență a fost insuficient tratat în cercetările recente, cantonate în special asupra abordării la nivel individual a celor două procese; în plus, numeroase studii au fost axate pe reflectarea cu precădere a procesului de financiarizare prin prisma efectului asupra stabilității

macroeconomice (Gerdesmeier (2009), Holly şi Raissi (2009), Goodhart şi Persaud (2008)).

Chiar şi la nivel metodologic se remarcă absența unui cadru operațional care să susțină această perspectivă a relației strânse dintre dinamica procesului de convergență şi cea a procesului de financiarizare. În vederea surmontării acestor aspecte limitative, cercetarea actuală are în vedere evidențierea legăturii dintre procesul de convergență economică şi procesul de financiarizare; accentul este plasat pe politicile macroprudențiale, percepute sub forma unui element de conexiune între cele două procese. Sustenabilitatea procesului de convergență este analizată prin prisma unor caracteristici ale procesului de convergență, pentru ca, ulterior, accentul să fie plasat pe caracterizarea sistemului macrofinanciar, în paralel cu cele două fațete ale convergenței - nominală şi reală.

2. Analiza procesului de convergență la nivelul Uniunii Europene

2.1. Situația indicatorilor de convergență la nivelul Uniunii Europene

În vederea creării unei uniuni economice şi monetare, Tratatul de la Maastricht[4] a introdus ca repere fundamentale criteriile de convergență nominală pe baza cărora se apreciază capacitatea țărilor din cadrul UE de a se integra în zona euro.

Criteriile de convergență nominală se raportează la un ansamblu de politici - financiare, monetare, valutare, fiscale - care fundamentează arhitectura macrofinanciară a țărilor care urmează să devină membre ale zonei euro.

În esență, criteriile de convergență constau într-o serie de indicatori macroeconomici care au fost calibrați la anumite niveluri de referință, considerate ca fiind sustenabile pentru un mediu macroeconomic stabil.

Valorile de referință în funcție de care se evaluează gradul de conformare a unui stat membru în raport cu criteriile de convergență sunt:

- 1,5% peste media celor mai performante trei state[5] înregistrată pe parcursul ultimilor doi ani, în cazul ratei inflației;
- 2% peste media celor mai performante trei state[6] înregistrată pe parcursul ultimilor doi ani, în cazul ratei dobânzii;
- 3% pondere în PIB, în cazul deficitului bugetar;
- 60% pondere în PIB, în cazul datoriei publice.

Analiza indicatorilor de convergență nominală a fost realizată pe parcursul perioadei 2001-2011, având în prim-plan țările din cadrul UE. Analiza s-a derulat pe baza unei perspective comparative a valorilor efective înregistrate de indicatorii macroeconomici în țările din UE în raport cu valorile de referință ale indicatorilor.

În privința **presiunilor inflaționiste**, Belgia şi Danemarca au încălcat nivelul de referință în ultimii ani (4,5%, 3,6% şi 2,4% în raport cu 2,5% şi 1,1%) (în perioada 2008-2011).

Germania se remarcă printr-un grad ridicat de disciplină în materie de convergență a ratei inflației; pe parcursul perioadei analizate, doar în anul 2009, respectiv 2011, a depăşit cu o valoare extrem de scăzută valoarea de referință (2,8% şi, respectiv, 1,1% în raport cu 2,5% şi 1,1%).

O altă țară cu un grad ridicat de aliniere la valorile de referință ale ratei inflației este Franța. În perioada 2001-2008, valorile efective ale ratei

---

[4] Tratatul de la Maastricht a fost semnat în februarie 1992 şi a intrat în vigoare în noiembrie 1993.
[5] Statele în care se înregistrează cea mai scăzută valoare a ratei inflației.
[6] Statele în care se înregistrează cea mai scăzută valoare a ratei dobânzii.

inflației s-au situat în permanență sub cele de referință, pentru ca, odată cu apariția dezechilibrelor generate de criza financiară, valorile acestui indicator să se situeze peste nivelul de referință (3,1% şi 1,7% în raport cu 2,5% şi 1,1%). În anul 2010, rata inflației are o valoare de 0%, evidențiind un proces deflaționist. În privința Irlandei, pe parcursul perioadei 2001-2004, rata inflației a depăşit permanent valoarea de referință, pentru ca, în decursul intervalului de timp 2005-2008, să se constate o tendință de înscriere sub valoarea de referință. Declanşarea turbulențelor financiare a determinat reapariția unor valori ale ratei inflației peste sau chiar sub nivelul de referință în perioada 2009-2011 (3,1% i 1,7% în raport cu 2,5% şi 1,1%). Valorile negative reflectă un proces deflaționist, cu reale efecte negative la nivel macroeconomic.

Aceeaşi traiectorie a ratei inflației se remarcă şi în Italia, Austria, Luxemburg, Marea Britanie şi Suedia, respectiv un proces de convergență ridicată până în anul 2007, pentru ca ulterior să se producă un derapaj semnificativ, reflectat într-o îndepărtare de nivelul de referință.

Grecia şi Spania se remarcă prin gradul cel mai ridicat de indisciplină în privința ratei inflației; în decursul celor zece ani (2001-2011), țările nu au fost capabile să controleze procesul inflaționist astfel încât să înregistreze valori sub nivelul de referință; pe parcursul ultimilor doi ani, pe fondul deflației, indicatorii s-au apropiat de nivelul de referință.

Tabelul 2.1

Evoluția ratei inflației în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE-27	2,3	2,8	2,5	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	3,6	0,8	1,9
Euro 17	2,2	2,4	2,2	2,0	2,0	2,1	2,2	2,1	3,3	0,1	1,5
Austria	2,0	2,3	1,6	1,2	2,0	2,0	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7
Belgia	2,7	2,4	1,5	1,4	1,8	2,5	2,4	1,7	**4,5**	-0,1	**2,4**
Bulgaria	10,7	7,7	4,9	2,3	5,2	6,0	5,3	8,0	12,1	1,8	1,9
Cehia	4,30	4,7	1,4	-0,2	2,5	1,6	2,2	2,2	5,9	0,0	0,9
Cipru	4,8	1,9	2,5	3,4	1,6	2,1	2,3	2,2	4,5	0,1	2,6
Danemarca	2,8	2,3	2,5	2,2	1,2	1,7	1,9	1,7	**3,6**	1,0	**2,0**
Estonia	3,1	5,5	3,8	1,2	3,1	4,1	4,5	7,0	10,1	-0,8	2,6
Finlanda	2,9	2,7	2,1	1,3	0,9	0,9	1,2	1,6	3,8	1,2	1,5
Franța	1,8	1,7	1,8	1,9	1,8	2,0	2,0	1,6	3,1	0,0	1,7
Germania	1,4	1,9	1,2	0,9	1,5	1,6	1,7	2,2	2,8	0,1	1,1

Grecia	2,9	3,5	3,8	3,4	2,9	3,6	3,2	2,8	4,3	1,2	4,2
Irlanda	4,6	4,1	4,6	3,5	2,2	2,3	2,8	2,6	3,0	-2,3	-1,5
Italia	2,6	2,4	2,6	2,7	2,1	2,0	2,1	2,0	3,5	0,7	1,6
Letonia	2,4	2,5	1,9	3,0	6,2	7,1	6,5	9,8	13,7	2,0	-1,6
Lituania	2,0	1,7	0,2	-1,5	1,0	2,9	4,1	5,8	10,8	3,2	0,2
Luxemburg	3,8	2,2	1,6	2,0	2,7	3,3	2,9	2,4	3,8	-0,6	2,7
Malta	2,7	2,4	2,3	1,9	2,2	2,6	2,7	0,7	4,8	1,8	1,9
Marea Britanie	0,5	1,1	1,2	1,3	1,2	1,9	2,3	2,2	3,5	2,0	3,0
Olanda	2,3	5,0	3,8	2,2	1,2	1,4	1,6	1,6	2,1	0,7	0,8
Polonia	10,2	5,4	1,9	0,9	3,7	2,1	1,2	2,6	3,9	3,4	2,3
Portugalia	2,9	4,4	3,7	3,2	2,5	2,1	2,8	2,3	2,5	-1,0	1,3
Romania	45,7	34,5	22,7	14,9	11,6	8,9	5,9	4,3	7,8	4,5	5,5
Slovacia	12,3	7,4	3,1	8,2	7,4	3,0	4,3	1,7	3,9	0,5	0,4
Slovenia	8,3	8,6	7,1	5,3	3,6	2,4	2,5	3,6	5,7	0,6	1,8
Spania	3,5	2,8	3,5	3,1	3,0	3,3	3,6	2,7	4,1	-0,5	1,8
Suedia	1,3	2,8	2,0	2,4	1,0	0,9	1,5	1,4	3,1	1,9	1,9
Ungaria	5,50	5,30	5,0	4,2	6,4	3,5	4,0	8,0	6,1	3,7	4,4
Valoare de referință	3,7			3,2			2,5			1,1	

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Portugalia se remarcă printr-o traiectorie diferită a ratei inflației; dacă, pe parcursul perioadei 2001-2004, valoarea efectivă a indicatorului s-a situat sub nivelul de referință, anul 2005 a marcat începutul unui dezechilibru în privința capacității statului membru de a îndeplini criteriul de convergență al ratei inflației.

Tabelul 2.2

Evoluția ponderii deficitului bugetar în PIB în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE-27	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,8	-6,4
Euro 17	0,0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0
Austria	-1,7	0,0	-0,7	-1,5	-4,5	-1,7	-1,6	-0,9	-0,9	-4,1	-4,6
Belgia	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,7	0,1	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1
Bulgaria	-0,5	1,1	-1,2	-0,4	1,8	1,0	1,9	1,1	1,7	-4,7	-3,2
Cehia	-3,7	-5,6	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-4,7
Cipru	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6,0	-5,3

Danemarca	2,3	1,5	0,4	0,1	2,1	5,2	5,2	4,8	3,2	-2,7	-2,7
Estonia	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	0,1
Finlanda	6,8	5,0	4,0	2,4	2,3	2,7	4,0	5,2	4,2	-2,6	-2,5
Franța	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0
Germania	1,3	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,6	0,3	0,1	-3,0	-3,3
Grecia	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5
Irlanda	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,6	2,9	0,1	-7,3	-14,3	-32,4
Italia	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6
Letonia	-2,8	-1,9	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,3	-4,2	-9,7	-7,7
Lituania	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1,0	-3,3	-9,5	-7,1
Luxemburg	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7
Malta	-6,2	-6,4	-5,5	-9,9	-4,7	-2,9	-2,8	-2,4	-4,5	-3,7	-3,6
Marea Britanie	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,4	-3,4	-2,7	-2,7	-5,0	-11,4	-10,4
Olanda	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,6	-5,5	-5,4
Polonia	-3,0	-5,3	-5,0	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,3	-7,9
Portugalia	-2,9	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1
România	-4,7	-3,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,6	-5,7	-8,5	-6,4
Slovacia	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9
Slovenia	-3,7	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	-0,1	-1,8	-6,0	-5,6
Spania	-1,0	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
Suedia	3,6	1,5	-1,3	-1,0	0,6	2,2	2,3	3,6	2,2	-0,7	0,0
Ungaria	-3,0	-4,0	-8,9	-7,2	-6,4	-7,9	-9,3	-5,0	-3,7	-4,5	-4,2

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

În privința **disciplinei bugetare**, se remarcă faptul că Germania prezintă o evoluție a soldului bugetar care se înscrie în limita impusă de criteriul de convergență; cu excepția anilor 2003-2006 şi 2011, când ponderea deficitului bugetar în PIB a atins valorile de -3,7%, -4%, -3,8% şi -3,3%, pe parcursul celorlalți ani, deficitul bugetar a respectat nivelul de -3% din PIB (a se vedea tabelul 2.2).

Totuşi, în privința rigurozității fiscale, Danemarca se plasează pe primul loc, întrucât, în cursul perioadei analizate, soldul bugetar a fost predominant pozitiv, cu excepția ultimilor doi ani (2010, 2011), când deficitul înregistrat s-a situat sub valoarea prag (-2,7%). Luxemburg şi Suedia sunt disciplinate în privința finațelor publice, menținând un deficit bugetar predominant în limitele criteriului de la Maastricht.

Tabelul 2.3

Evoluția ponderii datoriei publice în PIB în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UE-27	61,9	61,0	60,4	61,8	62,2	62,8	61,5	59,0	62,3	74,4	80,0
Euro 17	69,1	68,1	67,9	69,0	69,5	70,0	68,4	66,2	69,9	79,3	85,1
Austria	66,5	67,3	66,7	65,8	65,2	64,6	62,8	60,7	63,8	69,6	72,3
Belgia	107,9	106,6	103,5	98,5	94,2	92,1	88,1	84,2	89,6	96,2	96,8
Bulgaria	72,5	66,0	52,4	44,4	37,0	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6	16,2
Cehia	18,5	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	38,5
Cipru	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	64,6	58,3	48,3	58,0	60,8
Danemarca	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,5	34,5	41,8	43,6
Estonia	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	6,6
Finlanda	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,7	35,2	34,1	43,8	48,4
Franța	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	63,9	67,7	78,3	81,7
Germania	59,7	58,8	60,4	63,9	65,8	68,0	67,6	64,9	66,3	73,5	83,2
Grecia	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8
Irlanda	37,8	35,5	32,1	30,9	29,6	27,4	24,8	25,0	44,4	65,6	96,2
Italia	109,2	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0
Letonia	12,3	14,0	13,5	14,6	14,9	12,4	10,7	9,0	19,7	36,7	44,7
Lituania	23,7	23,1	22,3	21,1	19,4	18,4	18,0	16,9	15,6	29,5	38,2
Luxemburg	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	13,6	14,6	18,4
Malta	55,9	62,1	60,1	69,3	72,4	69,6	64,2	62,0	61,5	67,6	68,0
Marea Britanie	41,0	37,7	37,5	39,0	40,9	42,5	43,4	44,5	54,4	69,6	80,0
Olanda	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,2	60,8	62,7
Polonia	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9	55,0
Portugalia	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,0
România	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,6	13,4	23,6	30,8
Slovacia	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,8	35,4	41,0
Slovenia	:	26,7	27,9	27,3	27,4	26,7	26,4	23,1	21,9	35,2	38,0
Spania	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1
Suedia	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45,0	40,2	38,8	42,8	39,8
Ungaria	54,9	52,0	55,6	58,3	59,1	61,8	65,7	66,1	72,3	78,4	80,2

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Din perspectiva gradului de îndatorare publică, Spania a reuşit să asigure un control corespunzător al acestuia până în anul 2010, neînregistrând nicio depăşire a nivelului de referință. O creştere galopantă s-a produs în perioada 2010-2011, de la o pondere în PIB de 53,3% la o pondere de 60,1% (a se vedea tabelul 2.3).

Luxemburgul prezintă gradul de îndatorare cel mai redus pe parcursul perioadei analizate, având o medie de aproximativ 6% până în anul 2008, pentru ca ulterior ponderea datoriei publice în PIB să crească la 14,6% în 2010 și 18,4% în 2011.

Estonia realizează un management extrem de riguros al datoriei publice, aceasta menținându-se ca pondere în PIB la un nivel de sub 10%.

Alte țări cu un management riguros al ponderii datoriei publice în PIB sunt Olanda, Finlanda și Suedia, unde apariția turbulențelor financiare nu a determinat creșterea gardului de îndatorare peste nivelul impus de criteriul de convergență, ci doar o variație de +10% care a continuat să mențină ponderea datoriei publice în PIB în limita de 60%.

O analiză globală la nivelul ambilor indicatori relevanți pentru politica finanțelor publice (deficitul bugetar și datoria publică) aduce în prim-plan cazul Greciei și al Italiei, care se remarcă prin indisciplină fiscal-bugetară.

Grecia apare în ipostaza statului cu deficitul bugetar cel mai ridicat înregistrat de-a lungul perioadei analizate; nici înainte de declanșarea crizei financiare, ponderea deficitului bugetar în PIB nu a fost gestionată în mod eficient, atingând aproape în mod permanent valori peste pragul de referință (4,5% în 2002, 5,2% în 2006, 6,4% în 2008). Apariția turbulențelor financiare a declanșat o inflamare fără precedent a deficitului bugetar, care în 2009 a atins valoarea de 9,8%, în timp ce în anul 2010 valoarea s-a ridicat la 15,4%, iar în 2011 la 10,5%.

Aceeași situație se constată și la nivelul ponderii datoriei publice în PIB, Grecia înregistrând o medie a acesteia de peste 100% de-a lungul perioadei analizate.

O altă țară cu un grad ridicat de indisciplină fiscală este Italia, care chiar și în perioada anterioară declanșării turbulențelor financiare a înregistrat ponderi ale datoriei publice în PIB de peste 100%. Această situație este în opoziție cu deficitul bugetar care, cu anumite excepții, a fost menținut în limita prestabilită de criteriul de convergență, neînregistrând derapaje accentuate nici sub impactul crizei financiare.

La polul opus se situează Irlanda, care, până în momentul declanșării dezechilibrelor financiare, a reușit să manifeste un control adecvat al finanțelor publice, înregistrând aproximativ pe întreaga perioadă analizată un sold bugetar pozitiv; odată izbucnită criza financiară, începând cu anul 2008, soldul bugetar a devenit brusc negativ, atingând valori alarmante: 7,3% în anul 2009, 14,3% în anul 2010 și 32,4% în anul 2011.

De altfel, aceleași aprecieri pot fi făcute și la nivelul ponderii datoriei în PIB; până în anul 2009, Irlanda îndeplinea acest criteriu de convergență,

înregistrând grade de îndatorare la aproximativ jumătate din valoarea de referință, pentru ca în 2010 şi 2011 nivelul să crească alarmant la 65,6% şi 96,2%. Franța şi Marea Britanie au aplicat un management mai relaxat al finanțelor publice, menținând o pondere a datoriei publice în PIB aproape de nivelul de referință pe parcursul întregii perioade analizate. Sub impactul crizei financiare, ponderea datoriei publice în PIB a crescut, atingând în anul 2011 valoarea de 81,7% în cazul Franței şi 80% în cazul Marii Britanii. Media ponderii deficitului bugetar în PIB la nivelul UE-27, precum şi la nivelul zonei euro a crescut în cadrul perioadei analizate de la 3,1% în anul 2004 la 6,4% și, respectiv, 6% în anul 2011. Se remarcă faptul că, inclusiv la nivelul zonei euro, ponderea deficitului bugetar în PIB nu este cu mult inferioară celei la nivelul UE-27, ceea ce evidențiază un management defectuos al finanțelor publice inclusiv în țări din zona euro.

Un aspect deosebit de interesant constă în faptul că, în cazul ponderii datoriei publice în PIB, media la nivelul zonei euro este superioară mediei la nivelul UE-27, reflectând niveluri de îndatorare semnificative pentru țările din această zonă.

2.2. Situația indicatorilor de convergență la nivelul noilor state membre[7]. Dinamica indicatorilor prin prisma procesului de convergență reală

La nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est, țările baltice - Letonia şi Lituania - se remarcă printr-o convergență accentuată aproape în cazul tuturor indicatorilor de convergență nominală. Cu excepția inflației, care în cazul ambelor țări implică un grad de divergență la nivelul celor patru subperioade, toți ceilalți indicatori prezintă o convergență susținută. Stabilitatea cursului de schimb este explicată prin prisma consiliilor monetare ca strategii de politică monetară.

Analiza vizează totodată dinamica indicatorilor în raport cu momentul declanşator al crizei financiare. Perioada anterioară declanşării crizei - 2006-2008 - se caracterizează printr-o convergență a tuturor indicatorilor, în timp ce perioada ulterioară generează o divergență. Singurul indice care se remarcă prin convergență în contextul apariției turbulențelor financiare este rata dobânzii (a se vedea tabelul 2.4). Acest aspect este valabil pentru toate celelalte țări, cu excepția Poloniei, caracterizată de o convergență deplină în perioada ulterioară declanşării crizei, chiar şi la nivelul ratei dobânzii.

[7] **NSM-12** - Bulgaria, Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Cehia, Slovacia, Slovenia, Ungaria, România.

Tabelul 2.4

Evoluția ratei dobânzii în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UE-27	5,50	5,00	4,92	4,23	4,38	3,71	4,03	4,56	4,55	4,13	3,83
Euro 17	5,44	5,00	4,91	4,14	4,12	3,42	3,84	4,32	4,31	3,82	3,62
Austria	5,56	5,08	4,96	4,14	4,13	3,39	3,80	4,30	4,36	3,94	3,23
Belgia	5,59	5,13	4,99	4,18	4,15	3,43	3,81	4,33	4,42	3,90	3,46
Bulgaria	7,20	6,70	6,60	6,45	5,36	3,87	4,18	4,54	5,38	7,22	6,01
Cehia	6,50	6,31	4,88	4,12	4,82	3,54	3,80	4,30	4,63	4,84	3,88
Cipru	8,00	7,62	5,70	4,74	5,80	5,16	4,13	4,48	4,60	4,60	4,60
Danemarca	5,64	5,08	5,06	4,31	4,30	3,40	3,81	4,29	4,28	3,59	2,93
Finlanda	5,48	5,04	4,98	4,13	4,11	3,35	3,78	4,29	4,29	3,74	3,01
Franța	5,39	4,94	4,86	4,13	4,10	3,41	3,80	4,30	4,23	3,65	3,12
Germania	5,26	4,80	4,78	4,07	4,04	3,35	3,76	4,22	3,98	3,22	2,74
Grecia	6,10	5,30	5,12	4,27	4,26	3,59	4,07	4,50	4,80	5,17	9,09
Irlanda	5,51	5,01	5,01	4,13	4,08	3,33	3,76	4,31	4,53	5,23	5,74
Italia	5,58	5,19	5,03	4,25	4,26	3,56	4,05	4,49	4,68	4,31	4,04
Letonia	7,90	7,57	5,41	4,90	4,86	3,88	4,13	5,28	6,43	12,36	10,34
Lituania	8,00	8,15	6,06	5,32	4,50	3,70	4,08	4,55	5,61	14,00	5,57
Luxemburg	5,52	4,86	4,70	3,32	2,84	2,41	3,30	4,46	4,61	4,23	3,17
Malta	6,50	6,19	5,82	5,04	4,69	4,56	4,32	4,72	4,81	4,54	4,19
Marea Britanie	5,33	5,01	4,91	4,58	4,93	4,46	4,37	5,06	4,50	3,36	3,36
Olanda	5,40	4,96	4,89	4,12	4,10	3,37	3,78	4,29	4,23	3,69	2,99
Polonia	11,00	10,68	7,36	5,78	6,90	5,22	5,23	5,48	6,07	6,12	5,78
Portugalia	5,59	5,16	5,01	4,18	4,14	3,44	3,91	4,42	4,52	4,21	5,40
România	:	:	:	:	:	6,75	7,23	7,13	7,70	9,69	7,34
Slovacia	:	8,04	6,94	4,99	5,03	3,52	4,41	4,49	4,72	4,71	3,87
Slovenia	:	:	8,72	6,40	4,68	3,81	3,85	4,53	4,61	4,38	3,83
Spania	5,53	5,12	4,96	4,12	4,10	3,39	3,78	4,31	4,37	3,98	4,25
Suedia	5,37	5,11	5,30	4,64	4,42	3,38	3,70	4,17	3,89	3,25	2,89
Ungaria	8,00	7,95	7,09	6,82	8,19	6,60	7,12	6,74	8,24	9,12	7,28

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Cursul valutar este, de asemenea, un alt indicator a cărui convergență nu a fost afectată de declanşarea crizei financiare. Deşi, la nivelul tuturor țărilor, în perioada imediat următoare apariției turbulențelor financiare s-a

constatat o depreciere a monedelor naționale, intervențiile băncilor centrale destinate restabilirii echilibrului cursului valutar au eliminat persistența volatilității pe o perioadă mai îndelungată, înscriind fluctuația acestuia în limita admisă. La nivelul întregului eşantion de țări, rata inflației şi deficitul bugetar au generat situații problematice, îndepărtându-se de nivelul de referință în perioada ulterioară declanşării crizei financiare. Acest aspect este explicat prin prisma scăderii veniturilor fiscale şi a dezechilibrelor macroeconomice generate de turbulențele financiare. Efectele manifestate de declanşarea crizei financiare la nivelul tuturor țărilor din eşantion reflectă o perioadă anterioară de creştere economică bazată pe consum, generatoare de inflație.

Convergența la nivelul ratei inflației se manifestă doar în cazul Letoniei şi Lituaniei pe termen scurt, respectiv 2000-2002 şi 2003-2005, explicabilă prin efectele imediate ale terapiei de şoc implicate de adoptarea ancorei monetare.

În cazul Bulgariei, deşi strategia de politică monetară a fost similară, efectele benefice nu s-au resimțit niciodată la nivelul ratei inflației, această țară remarcându-se, pe parcursul tuturor perioadelor analizate, prin divergența ratei inflației.

În privința deficitului bugetar, situația este caracterizată de diversitate. Există o serie de țări - Bulgaria, Cehia, Letonia şi Lituania - în cazul cărora politicile bugetare au fost administrate eficient, lucru evidențiat de o convergență a deficitului bugetar în raport cu valoarea de referință, dar şi câteva țări - România, Polonia şi Ungaria - care se remarcă prin divergență la nivelul acestui indicator. Cu excepția Ungariei, toate țările analizate prezintă convergență în cazul datoriei publice atât în perioada anterioară declanşării crizei, cât şi în perioada ulterioară. Acest aspect este în opoziție cu țările dezvoltate - Grecia, Irlanda, Portugalia, Spania - în cazul cărora se înregistrează valori de îndatorare extrem de ridicate.

În privința României, rata dobânzii este singurul indicator care prezintă un grad ridicat de divergență la nivelul tuturor subperioadelor; alți indicatori care sunt destul de îndepărtați de valoarea de referință sunt rata inflației şi deficitul bugetar, calificativul privind convergența fiind acordat de foarte puține ori de-a lungul perioadelor analizate.

Extinzând analiza către aria convergenței reale, remarcăm faptul că indicatorul PIB pe cap de locuitor înregistrează valorile cele mai ridicate în anul 2011 în cazul UE-15[8] (27,5 mii euro), urmată de zona euro (27,2 mii

[8] **UE-15** - Belgia, Franța, Germania, Italia, Luxemburg, Olanda, Danemarca, Irlanda, Regatul Unit, Grecia, Portugalia, Spania, Austria, Finlanda şi Suedia.

euro) şi UE-25[9] (24,7 mii euro în anul 2011) (a se vedea tabelul 2.5). NSM-12[10] se poziționează la aproximativ jumătate din PIB-ul pe cap de locuitor din zona euro (15,311 mii în anul 2011), în timp ce NSM-10 se află la o distanță semnificativă - 10,413 mii euro în anul 2011.

Tabelul 2.5

Evoluția PIB pe cap de locuitor în cadrul UE de-a lungul perioadei 2001-2011 (euro)

	2000	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE-27	17.800	19.100	19.800	20.500	20.800	21.700	22.500	23.700	25.000	25.100	25.000	23.600
UE-25	19.000	20.300	21.000	21.700	22.000	22.900	23.700	24.900	26.200	26.200	26.300	24.700
UE-15	21.800	23.200	24.000	24.700	25.000	26.000	26.800	28.000	29.300	29.100	29.400	27.500
Zona euro	21.400	22.400	22.900	23.600	24.100	24.900	25.700	26.800	28.000	28.500	29.200	27.200
NSM-12	9.446	9.846	10.328	10.982	11.521	12.320	13.505	14.717	14.832	15.662	15.780	15.311
NSM-10	5.035	5.687	6.397	6.822	6.810	7.419	8.560	9.433	10.275	11.444	10.240	10.413
Bulgaria	1.500	1.700	2.000	2.200	2.400	2.600	3.000	3.400	4.000	4.700	4.550	4.700
Cehia	5.500	6.000	6.800	7.800	7.900	8.600	9.800	11.100	12.300	14.200	13.600	13.100
Letonia	2.900	3.600	4.000	4.200	4.300	4.800	5.700	7.000	9.300	10.200	8.300	8.000
Lituania	2.900	3.500	3.900	4.300	4.800	5.300	6.100	7.100	8.500	9.600	7.900	8.300
Polonia	4.100	4.900	5.600	5.500	5.000	5.300	6.400	7.100	8.200	9.500	8.4 00	8.100
România	1.500	1.800	2.000	2.200	2.400	2.800	3.700	4.500	5.800	6.500	5.500	5.700
Ungaria	4.500	5.000	5.900	7.000	7.300	8.200	8.800	8.900	10.000	10.600	9.300	9.800

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

În cadrul noilor state membre (NSM) care nu fac parte încă din zona euro, România şi Bulgaria prezintă cele mai scăzute valori ale indicatorului de-a lungul perioadei analizate (5.700 euro şi, respectiv, 4.700 euro), iar valorile cele mai ridicate se înregistrează în cazul Cehiei şi Ungariei. În cadrul grupului NSM-10 se remarcă, de altfel, cele mai scăzute valori ale acestui indicator.

Din perspectiva productivității, țările din zona euro prezintă o productivitate superioară celei corespunzătoare UE-27; de asemenea, productivitatea aferentă NSM-10 este cu mult sub cea aferentă zonei euro (a se vedea tabelul 2.6).

[9] **UE-25:** UE-15, alături de Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Cehia, Slovacia, Slovenia și Ungaria.

[10] **NSM-10**: Cipru, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Cehia, Slovacia, Slovenia şi Ungaria.

Tabelul 2.6

Evoluția productivității muncii (exprimate prin euro/oră lucrată) în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UE-27	25,5	26,0	26,4	26,8	27,2	27,5	28,0	28,3	28,3	28,0	28,4
Euro 17	30,1	30,4	30,7	31,0	31,3	31,6	32,2	32,5	32,5	32,2	32,7
Austria	31,8	31,8	32,4	32,5	33,1	33,7	34,6	35,5	35,8	35,5	35,8
Belgia	39,7	38,7	39,2	39,6	41,2	40,9	41,5	42,2	41,7	41,2	41,00
Bulgaria	2,6	2,8	2,9	3,0	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6
Cehia	6,1	6,5	6,6	6,9	7,2	7,5	7,9	8,2	8,3	8,3	8,3
Cipru	16,6	16,7	17,0	16,7	17,1	17,5	17,7	18,1	18,3	18,3	18,5
Danemarca	40,4	40,2	40,5	41,2	42,3	42,9	43,3	43,2	42,0	41,3	43,0
Estonia	5,4	5,8	6,2	6,5	7,0	7,4	7,8	8,3	8,0	8,2	8,7
Finlanda	32,9	33,5	34,0	34,8	36,0	36,7	37,8	39,0	38,8	37,3	38,0
Franța	37,2	37,5	38,6	39,0	39,3	39,9	41,0	40,8	40,4	39,9	39,9
Germania	35,8	36,4	37,0	37,4	37,6	38,1	39,3	39,7	39,6	38,7	39,1
Grecia	15,3	15,9	16,2	17,0	17,5	17,7	17,5	18,2	18,4	18,9	17,7
Irlanda	31,7	32,9	34,9	36,1	36,6	36,9	37,4	38,4	38,2	39,3	40,2
Italia	27,9	28,1	28,0	27,6	27,9	28,1	28,1	28,2	27,9	27,4	27,9
Letonia	4,1	4,4	4,6	4,9	5,3	5,7	6,2	6,6	6,6	6,4	6,7
Lituania	4,8	5,4	5,6	6,1	6,5	6,6	7,0	7,4	7,6	7,1	7,5
Luxemburg	:	:	50,9	51,5	52,7	54,7	55,5	56,3	54,7	54,6	54,6
Malta	14,7	16,9	14,9	15,3	15,0	15,6	15,9	15,9	16,3	16,3	16,3
Marea Britanie	34,1	34,5	35,4	36,5	37,2	37,6	38,4	39,1	39,3	38,1	:
Olanda	35,9	36,1	36,4	36,9	38,1	38,8	39,4	40,1	40,6	39,5	40,4
Polonia	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	7,4	7,6	7,8	7,9	8,2	8,3
Portugalia	12,8	13,0	13,1	13,1	13,2	13,4	13,6	13,8	13,8	13,8	14,0
România	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0	3,1	3,3	3,5	3,8	3,5	3,6
Slovacia	6,0	6,3	6,7	7,2	7,4	7,6	8,2	8,6	9,0	9,1	9,3
Slovenia	13,8	14,3	14,4	14,9	15,3	16,4	17,4	18,2	18,1	16,9	16,9
Spania	22,2	22,3	22,5	22,7	22,8	23,0	23,2	23,6	23,8	24,4	24,4
Suedia	38,0	38,2	39,7	41,2	42,6	43,9	45,2	45,1	44,4	43,3	44,6
Ungaria	5,9	6,3	6,6	6,9	7,3	7,5	7,8	7,9	8,0	7,8	7,9

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Luând în considerare grupul NSM aflate în afara zonei euro, cea mai ridicată valoare a productivității se înregistrează în cazul Cehiei, urmată de

Lituania şi Polonia. Bulgaria şi România se mențin pe ultimele poziții, înregistrând valorile cele mai scăzute ale productivității. Valorile diferite ale productivității înregistrate în cadrul NSM-10 de cele înregistrate în cadrul zonei euro nu se reflectă şi în situația raportului dintre exporturi şi importuri (a se vedea tabelul 2.7).

Tabelul 2.7

Evoluția raportului dintre exporturi şi importuri în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2003-2011 (%)

	2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Austria	102,2	108,3	105,9	108,4	109,8	112,5	112,6	113,3	107,8
Belgia	101,0	101,7	102,1	103,2	100,2	99,8	99,4	99,6	100,8
Bulgaria	95,7	96,7	92,2	96,4	104,1	99,6	78,4	66,2	76,0
Cehia	99,2	100,1	99,0	101,3	105,1	107,2	108,8	110,5	112,5
Cipru	100,8	93,1	97,3	145,7	201,3	165,5	139,6	127,1	145,7
Danemarca	100,2	100,8	102,1	102,3	99,3	96,1	92,0	92,5	98,7
Estonia	99,1	97,3	96,7	99,0	108,1	105,0	101,9	116,5	127,5
Finlanda	99,8	96,3	94,2	94,0	87,6	88,9	85,5	85,4	82,0
Franța	101,2	104,0	102,2	100,6	99,6	98,6	95,6	94,8	92,7
Germania	105,7	111,0	109,2	113,4	114,7	115,4	118,0	117,8	109,3
Grecia	100,7	94,4	92,5	89,9	105,0	108,3	100,9	97,1	119,3
Irlanda	107,3	111,5	115,8	116,4	106,3	101,5	100,9	104,8	121,0
Italia	100,8	98,2	94,8	94,8	94,1	94,5	96,2	98,1	95,4
Letonia	97,7	94,9	94,0	94,0	102,4	93,2	89,7	108,5	136,3
Lituania	105,4	103,5	103,0	104,8	109,3	108,3	102,7	115,0	135,4
Luxemburg	107,6	107,9	116,7	121,5	138,6	142,5	137,3	142,0	149,0
Malta	98,9	100,9	96,0	97,3	96,4	96,6	95,4	95,9	84,1
Marea Britanie	96,2	93,5	91,9	88,4	87,7	88,3	83,7	85,7	86,7
Olanda	102,0	104,0	104,4	104,9	107,8	109,3	108,7	108,5	111,7
Polonia	108,2	110,2	118,0	122,6	131,8	132,2	127,6	125,5	136,8
Portugalia	100,1	104,8	111,4	108,6	107,1	112,8	114,6	112,0	109,7
România	92,1	95,7	89,8	85,3	81,4	73,6	67,3	68,6	86,3
Slovacia	94,7	95,7	104,2	98,3	97,1	100,8	105,6	109,3	110,1
Slovenia	104,3	106,7	103,5	104,2	111,2	111,6	111,6	109,6	113,5
Spania	102,4	102,7	101,3	96,8	93,4	91,8	91,6	97,1	105,2
Suedia	100,2	102,0	102,7	104,4	101,1	101,4	96,2	96,2	95,4
Ungaria	104,2	105,4	103,2	106,1	110,4	116,9	121,7	121,3	127,0

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Pentru ca o economie să fie considerată performantă din punctul de vedere al gradului de deschidere, raportul dintre exporturi şi importuri trebuie să fie supraunitar, respectiv surplusul de productivitate trebuie să fie valorificat prin intermediul exporturilor. Totuşi, pe termen lung, valoarea predominant supraunitară a acestui indicator nu este sustenabilă, întrucât un excedent al exporturilor în raport cu importurile poate conduce în timp la o apreciere semnificativă a monedei naționale, determinând pusee inflaționiste importante. În acest context, este recomandabil ca indicatorul să nu reflecte o diferență semnificativă între exporturi şi importuri pe termen lung, ceea ce ar echivala cu o deficiență de ordin structural în planul structurilor de producție.

Pe de altă parte, în arhitectura globală, este explicabilă existența anumitor diferențe la nivelul țărilor, întrucât excesul de exporturi dintr-o țară se direcționează în mod natural către alte țări care îl absorb, prin prisma operațiunilor de import. În mod ideal, această situație trebuie să reflecte la nivel global o situație echilibrată, fără discrepanțe majore.

Grupul de țări integrate în ultimele valuri prezintă disparități evidente din punctul de vedere al raportului dintre exporturi şi importuri. În anul 2011, în cazul Cehiei şi Ungariei, indicatorul se ridică la 112,5% şi, respectiv, 127%, în timp ce, în cazul Lituaniei şi Letoniei, acesta se ridică la 135% şi 136%; cea mai ridicată valoare se înregistrează în cazul Poloniei (136%), iar un nivel semnificativ se remarcă în cazul Ungariei (127%). România şi Bulgaria prezintă valori asemănătoare ale acestui indicator (86,3% şi, respectiv, 76%) (a se vedea tabelul 2.7).

Tabelul 2.8

Evoluția raportului dintre creditele acordate de sistemul bancar sectorului privat şi PIB în UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE-15	2,09	2,13	1,99	2,09	1,92	1,99	1,85	1,92	1,81	1,85	1,79
UE-27	1,80	1,79	1,83	1,70	1,79	1,65	1,70	1,59	1,65	1,57	1,59
Euro 17	0,84	0,87	0,87	0,88	0,89	0,92	1,00	1,13	1,17	1,14	1,13
Austria	0,91	0,94	0,92	0,89	0,89	0,96	0,98	1,08	1,16	1,11	1,11
Belgia	0,75	0,74	0,71	0,70	0,69	0,72	0,79	0,93	0,89	0,81	0,77
Bulgaria	0,42	0,38	0,35	0,30	0,27	0,30	0,33	0,54	0,70	0,72	0,73
Cehia	0,29	0,28	0,26	0,24	0,26	0,29	0,32	0,45	0,48	0,46	0,47
Cipru	2,19	2,08	1,93	1,79	1,67	1,54	1,58	1,99	2,53	2,62	2,67

Danemarca	1,23	1,32	1,33	1,34	1,38	1,52	1,70	2,02	2,13	2,01	1,95
Estonia	0,72	0,64	0,58	0,50	0,42	0,48	0,68	1,05	1,07	0,95	0,85
Finlanda	0,46	0,51	0,53	0,56	0,59	0,62	0,67	0,81	0,86	0,82	0,83
Franța	0,69	0,71	0,70	0,70	0,72	0,75	0,82	0,95	1,00	0,96	0,98
Germania	1,04	1,06	1,04	1,03	0,98	0,94	0,94	1,01	1,01	0,97	0,94
Grecia	0,38	0,43	0,47	0,52	0,55	0,60	0,66	0,78	0,87	0,86	1,12
Irlanda	0,92	1,01	1,01	1,03	1,20	1,42	1,83	2,46	2,48	2,24	1,74
Italia	0,68	0,70	0,71	0,74	0,75	0,78	0,86	0,98	1,01	1,00	1,05
Letonia	0,38	0,38	0,34	0,29	0,33	0,42	0,61	1,01	1,15	1,01	0,88
Lituania	0,34	0,31	0,28	0,25	0,21	0,30	0,37	0,64	0,74	0,64	0,57
Luxemburg	3,14	3,21	2,83	2,44	2,24	2,37	2,48	3,35	3,53	3,16	3,09
Malta	1,28	1,30	1,28	1,20	1,14	1,05	1,14	1,30	1,50	1,43	1,42
Olanda	1,17	1,23	1,28	1,34	1,40	1,44	1,46	1,62	1,63	1,67	1,57
Polonia	0,29	0,32	0,30	0,25	0,23	0,23	0,25	0,41	0,42	0,42	0,44
Portugalia	1,05	1,13	1,17	1,15	1,16	1,19	1,29	1,48	1,57	1,61	1,60
România	0,21	0,20	0,17	0,13	0,11	0,13	0,20	0,35	0,40	0,37	0,35
Slovacia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,47	0,48	0,46	0,43	0,43
Slovenia	0,51	0,49	0,46	0,44	0,41	0,45	0,53	0,74	0,86	0,86	0,84
Spania	0,78	0,81	0,84	0,89	0,97	1,15	1,40	1,69	1,79	1,73	1,69
Ungaria	0,42	0,40	0,36	0,33	0,42	0,43	0,48	0,64	0,69	0,61	0,58

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Extinzând analiza către indicatorii specifici convergenței monetar-financiare, pentru anul 2011, ponderea creditului în PIB relevă un nivel foarte ridicat în cazul UE-15 și în cazul zonei euro (1,79 și, respectiv, 1,13), precum și în UE-27 (1,59), reflectat în valorile supraunitare ale raportului. În cazul grupului de țări NSM-12, ponderea creditului în PIB prezintă un nivel ridicat de eterogenitate în anul 2011 (a se vedea tabelul 2.8). Astfel, în cazul României și Cehiei, se înregistrează cele mai scăzute valori (0,35 și, respectiv, 0,47), în timp ce valorile cele mai ridicate se înregistrează în cazul Ungariei (0,58), Letoniei (0,88) și Lituaniei (0,57). Țările care au înregistrat valorile maxime din acest grup implică și o volatilitate corespunzătoare a indicatorului, reflectând variațiile importante ale indicatorului de la o perioadă la alta.

Tabelul 2.9

Evoluția ponderii în PIB a depozitelor atrase de sectorul bancar în UE, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Euro-17	0,75	0,79	0,78	0,80	0,81	0,83	0,88	1,02	1,09	1,09	1,10
Austria	0,82	0,87	0,84	0,85	0,84	0,87	0,89	1,03	1,06	1,04	1,01
Belgia	0,90	0,95	0,95	0,99	1,04	1,08	1,13	1,26	1,29	1,26	1,23
Bulgaria	0,29	0,32	0,33	0,35	0,39	0,41	0,19	0,26	0,30	0,36	0,40
Cehia	0,18	0,19	0,18	0,14	0,13	0,12	0,11	0,15	0,14	0,12	0,09
Cipru	0,45	0,52	0,53	0,36	0,34	0,32	0,30	0,31	0,31	0,33	0,32
Estonia	0,11	0,10	0,09	0,08	0,08	0,10	0,13	0,19	0,23	0,20	0,16
Finlanda	0,46	0,45	0,46	0,47	0,47	0,46	0,46	0,57	0,60	0,63	0,63
Franța	0,60	0,62	0,61	0,66	0,67	0,67	0,67	0,76	0,79	0,81	0,85
Germania	0,96	0,99	0,98	0,99	0,98	0,97	0,99	1,11	1,14	1,16	1,13
Grecia	0,73	0,76	0,70	0,67	0,68	0,73	0,77	0,88	1,03	0,99	0,97
Irlanda	0,71	0,73	0,76	0,78	0,80	0,90	1,11	1,37	1,41	1,40	1,36
Italia	0,47	0,49	0,51	0,50	0,50	0,52	0,55	0,70	0,75	0,77	0,88
Letonia	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,08	0,15	0,19	0,19	0,17
Lituania	0,09	0,08	0,08	0,09	0,08	0,08	0,10	0,17	0,21	0,22	0,19
Luxemburg	6,78	6,34	5,59	5,31	5,13	4,96	5,32	5,95	5,21	4,80	4,55
Malta	0,24	0,29	0,32	0,27	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,24	0,23
Marea Britanie	0,11	0,13	0,11	0,11	0,11	0,12	0,16	0,20	0,17	0,17	0,17
Olanda	0,87	0,94	0,94	0,98	0,97	1,06	1,13	1,31	1,42	1,36	1,31
Polonia	0,22	0,24	0,22	0,19	0,17	0,16	0,15	0,19	0,21	0,21	0,20
Portugalia	0,89	0,91	0,87	0,86	0,87	0,92	0,96	1,07	1,16	1,23	1,30
România	0,17	0,16	0,14	0,11	0,10	0,11	0,13	0,16	0,17	0,20	0,20
Slovacia	0,28	0,25	0,22	0,19	0,18	0,14	0,16	0,18	0,24	0,23	0,23
Slovenia	52,04	63,37	62,68	58,63	57,63	51,77	47,98	50,58	49,63	48,11	48,11
Spania	0,71	0,75	0,76	0,77	0,81	0,95	1,14	1,36	1,59	1,60	1,59
Ungaria	0,23	0,22	0,20	0,20	0,24	0,21	0,23	0,28	0,31	0,29	0,25

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Analiza comparativă la nivelul ponderii depozitelor în PIB[11] relevă faptul că economisirea în grupul NSM implică diferențe notabile în raport

[11] Din motive de disponibilitate a datelor, analiza la nivelul acestui indicator, precum şi la nivelul indicatorului $\frac{M3-M2}{PIB}$ s-a limitat doar la o perspectivă comparativă zona euro-NSM.

cu zona euro în anul 2011. Ponderea depozitelor în PIB se ridică la 110% în zona euro, iar în NSM, nivelul ei variază de la 9% în Cehia la 20% în Polonia şi România. Valorile cele mai mari se înregistrează în cazul Ungariei (25%) şi Bulgariei (40%) (a se vedea tabelul 2.9).

2.3. Aspecte critice ale criteriilor de convergență

Evoluții recente la nivelul situației macroeconomice a țărilor din Europa Centrală şi de Est au evidențiat ***caracterul limitativ*** al criteriilor de convergență nominală.

Aprecierea capacității statelor membre de a îndeplini cerințele aferente zonei euro prin prisma unei serii de indicatori nominali total disparați în raport cu aria convergenței reale este deficitară, întrucât turbulențele financiare recente au apărut pe fondul unei decorelări masive între economia nominală, reflectată în fluxurile financiare, şi economia reală, evidențiată, printre altele, în volumul bunurilor şi serviciilor produse, precum şi în nivelul standardelor de viață (Iancu, 2011). Astfel a apărut necesitatea de corelare a criteriilor de convergență nominală şi reală, respectiv crearea unui sistem integrat al acestora, care să cuprindă indicatori ancorați în ambele categorii de convergență.

Din această perspectivă, au fost remarcate o serie de ***contradicții*** între aceste criterii. Pe de o parte, un control riguros asupra ratei inflației implică frecvent o creştere a ratei dobânzii şi o apreciere a cursului valutar, ceea ce poate genera o încălcare a criteriilor de convergență nominală. Pe de altă parte, reducerea ratei dobânzii are drept consecință inflamarea presiunilor inflaționiste.

Lewis şi Staehr au subliniat încă din anul 1997 anumite situații problematice la nivelul criteriilor de convergență. Stabilirea valorii de referință la nivelul ratei inflației implică reale dificultăți în cazul extinderii UE; integrarea altor state a generat scăderea valorii de referință. În acest mod, respectarea valorii de referință devine din ce în ce mai dificilă pentru statele membre. Dobrinsky (2006) şi Lewis (2007) au reliefat că ultimele două valuri de extindere au condus la diminuarea valorii de referință. Jonas (2006) a evidențiat că existența unei valori de referință unice pentru întreaga UE-27 nu este oportună, fiind mult mai relevantă stabilirea a două valori de referință, particularizate în funcție de stadiul ciclului economic, respectiv o valoare de referință pentru țările care traversează perioade de supraîncălzire a economiei şi o altă valoare de referință pentru țările aflate în faza descrescătoare a ciclului economic.

Busetti et al. (2006) au subliniat că stabilirea unei valori de referință a ratei inflației prin raportarea la cele mai performante trei țări în domeniu poate conduce la o situație în care o țară este inclusă în grupul celor mai performante țări în domeniu, dar în acelaşi timp e posibil să nu îndeplinească acest criteriu de convergență din cauza înregistrării unei valori diferite de medie.

În acord cu literatura de specialitate şi cu evoluțiile macroeconomice recente, au fost evidențiate o serie de **laturi deficitare** ale criteriilor de convergență nominală. Astfel, criteriul de convergență privind **stabilitatea prețurilor** a fost definit prin prisma unei rate medii a inflației reflectate în indicele armonizat al prețurilor de consum care nu trebuie să depăşească cu mai mult de 1,5 puncte procentuale pe cea a celor mai performante state în această privință. Această evoluție trebuie să se dovedească totodată a fi sustenabilă.

Criteriul este destul de precis, fiindcă stabileşte cu exactitate ecartul de 1,5 p.p.; totuşi referențialul este mobil, de vreme ce este ancorat de cele mai performante state membre în ceea ce priveşte stabilitatea prețurilor. Însă, prin cele mai performante state membre în ceea ce priveşte stabilitatea prețurilor, se înțeleg țările cu cele mai mici rate ale inflației, nu țările în care indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC) este cel mai aproape de 2% (conform obiectivului principal al BCE) sau de altă valoare. Astfel, presupunând că cele mai scăzute rate ale inflației sunt în cinci țări din zona euro după cum urmează: 1,3%; 1,5%; 1,7%; 1,9%; 2,1%, atunci referențialul este 1,5% dacă considerăm media celor mai scăzute rate ale inflației; dacă se consideră cele mai performante ca fiind țările cu valorile cele mai apropiate de doi, ar rezulta că diferența dintre 1,9% şi valoarea ideală este inferioară, dar aproape de 2%. Dacă însă am respecta strict această sintagmă, adică cele mai apropiate trei țări de valoarea 2%, ar trebui să calculăm media aritmetică pentru: 1,5%; 1,7%; 1,9%, ceea ce conduce la un referențial de 1,7%.

Cu toate acestea, în exemplul ilustrat, diferențele nu sunt semnificative între cele trei referențiale obținute, însă situația poate deveni mai discrepantă dacă avem următorul caz: 0,2%; 0,5%; 0,8%; 2,5%; 2,8%. Aici, referențialul ar fi 0,5% şi el ar putea aluneca spre deflație, ceea ce, pe termen lung, reprezintă un dezechilibru periculos. În prezent chiar ne confruntăm cu această situație, având în vedere că cele mai performante state înregistrează o uşoară deflație şi aceasta, în condițiile în care Irlanda, cu o deflație puternică de -2,4%, nu a fost selectată pentru referențial, considerându-se un caz excepțional.

În acest sens, o soluție ar fi stabilirea şi impunerea unui interval ferm pentru rata inflației, de exemplu (1,5%, 3,5%). Însă şi aici apare riscul ca, pe anumite perioade mai scurte de timp, să apară pusee inflaționiste şi intervalul să fie ratat. Totuşi, toate aceste riscuri şi interpretări ale acestui criteriu de convergență ar fi eliminate dacă referențialul (la care va rămâne toleranța de 1,5 p.p.) ar fi calculat ca medie ponderată cu aportul în PIB-ul aferent zonei euro al tuturor indicilor armonizați ai prețurilor de consum (IAPC) din țările membre. Această abordare ar trebui să ia în calcul şi PIB, adică integrarea unui indicator al convergenței reale, întrucât creşterile economice viguroase pot tolera accentuări ale inflației. Acest lucru se poate realiza prin ajustarea criteriului de convergență cu viteza de circulație a banilor. De exemplu, banda de variație ar putea creşte la 2,5 p.p. pentru țările în care viteza de circulație a banilor nu a scăzut cu mai mult de 25%. În acest fel, ar putea fi limitată tendința de financiarizare a economiei. O altă soluție ar consta în determinarea referențialului sub forma unei medii ponderate în funcție de aportul în PIB-ul aferent Eurosistem a tuturor indicilor generali ai prețurilor din țările membre, ceea ce ar conduce la reducerea asimetriilor constatate la nivelul prețurilor din țările membre.

În tabelul 2.10 este prezentată evoluția acestui indicator calculat pentru zona euro, care pune în evidență un proces deflaționist continuu pe parcursul perioadei 2003-2011; acest aspect relevă faptul că, dată fiind situația evidențiată, ar fi oportună o extindere a bandei de variație a ratei inflației, considerată ca valoare de referință pentru dimensiunea nominală a procesului de convergență.

Menținerea aceleiaşi limite riguroase (+1,5 p.p.) în contextul unui proces deflaționist are efecte negative asupra stabilității macroeconomice.

Tabelul 2.10

Evoluția indicelui general al prețurilor la nivelul zonei euro, prin integrarea ponderilor corespunzătoare fiecărei țări

	2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
IAPC zona euro	-3,14	-2,06	-2,12	-2,13	-2,13	-2,11	-2,31	-2,43	-2,22

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Pe de altă parte, existența unui proces inflaționist este firească în cazul unei creşteri economice accelerate, neimplicând efecte negative în cazul în care viteza de circulație a banilor se menține la un ritm sustenabil. În fapt,

un proces inflaționist capătă accente negative în situația în care se constată o excedere a vitezei de circulație a banilor în raport cu creşterea PIB; odată menținută o corelație între cele două ritmuri de creştere, procesul inflaționist îşi păstrează conotația sustenabilă.

Tabelul 2.11

Evoluția vitezei de circulație a banilor în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2001-2011

Valoare absolută

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Euro 17	NA	NA	NA	1,14	1,10	1,03	0,97	0,89	0,83	0,80	0,79
Austria	0,72	0,66	0,62	0,57	0,53	0,47	0,45	0,43	0,41	0,37	NA
Belgia	0,78	0,81	0,77	0,72	0,72	0,69	0,66	0,65	0,61	0,91	0,94
Bulgaria	NA	NA	NA	NA	1,65	1,42	1,19	0,97	0,94	0,85	0,81
Cehia	NA	NA	1,42	1,42	1,30	1,18	1,06	0,94	0,85	0,80	0,77
Cipru	1,22	1,17	1,09	1,04	0,99	0,92	0,85	0,73	0,64	0,56	NA
Estonia	0,58	0,57	0,56	0,53	0,52	0,50	0,49	0,48	0,50	0,62	0,63
Finlanda	1,10	1,01	1,02	1,12	1,03	1,04	0,98	0,96	0,97	NA	NA
Franța	1,02	0,96	0,92	0,84	0,72	0,58	0,47	0,41	0,38	0,35	NA
Germania	2,56	2,39	2,16	1,93	1,92	1,73	1,60	1,39	1,28	1,15	1,08
Grecia	NA	0,29	0,32	0,28	0,31	0,40	0,58	0,84	0,99	0,99	1,18
Irlanda	NA	NA	NA	NA	2,08	1,62	1,41	1,34	1,23	1,06	1,07
Italia	0,99	0,94	0,92	0,85	0,81	0,77	0,72	0,65	0,61	0,58	NA
Letonia	0,63	0,58	0,55	0,53	0,52	0,50	0,45	0,39	0,29	0,28	NA
Lituania	NA	NA	NA	3,17	2,82	2,23	1,79	1,72	1,75	1,47	1,32
Luxemburg	1,90	2,02	2,16	2,38	2,56	2,08	1,85	1,67	1,72	1,46	1,36
Malta	NA	NA	NA	1,72	1,51	1,40	1,27	1,16	1,13	1,04	1,04
Marea Britanie	1,50	1,47	1,34	1,28	1,21	1,12	1,06	1,00	0,90	0,82	NA
Olanda	0,85	0,76	0,70	0,69	0,68	0,68	0,65	0,58	0,54	0,51	NA
Polonia	0,70	0,65	0,65	0,62	0,59	0,55	0,52	0,49	0,44	0,43	NA
Portugalia	NA	NA	NA	NA	2,30	1,95	1,78	1,57	1,61	1,49	1,38
România	0,87	0,84	0,85	0,81	0,80	0,78	0,73	0,64	0,53	0,45	NA
Slovacia	2,57	2,03	1,86	1,80	1,70	1,66	1,63	0,93	1,26	1,02	NA
Slovenia	NA	NA	NA	NA	3,19	2,28	1,77	1,50	1,53	1,37	1,27
Spania	NA	1,03	1,08	1,12	1,07	0,95	0,91	0,84	0,73	0,68	NA
Ungaria	NA	0,08	0,09	0,11	0,13	0,15	0,18	0,21	0,22	0,21	NA

Sursă: Prelucrare proprie după datele
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

În acest sens, integrarea unui indicator care să reflecte interferența cu economia reală, respectiv corelarea ratei inflației cu viteza de circulație a banilor, este oportună.

În tabelele 2.11 şi 2.12 este integrată evoluția vitezei de circulație a banilor ca raport între agregatul monetar M3 şi PIB-ul real, atât din perspectiva dinamicii la nivelul valorilor absolute, cât şi din perspectiva dinamicii relative.

Tabelul 2.12

Dinamica relativă a vitezei de circulație a banilor în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2002-2011
(%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Euro 17				-3,51	-6,36	-5,83	-8,25	-6,74	-3,61	-1,25
Austria	-8,33	-6,06	-8,06	-7,02	-11,32	-4,26	-4,44	-4,65	-9,76	NA
Belgia	3,85	-4,94	-6,49	0,00	-4,17	-4,35	-1,52	-6,15	49,18	3,30
Bulgaria	NA	NA	NA	NA	-13,94	-16,20	-18,49	-3,09	-9,57	-4,71
Cehia	NA	NA	0,00	-8,45	-9,23	-10,17	-11,32	-9,57	-5,88	-3,75
Cipru	-4,10	-6,84	-4,59	-4,81	-7,07	-7,61	-14,12	-12,33	-12,50	NA
Estonia	-1,72	-1,75	-5,36	-1,89	-3,85	-2,00	-2,04	4,17	24,00	1,61
Finlanda	-8,18	0,99	9,80	-8,04	0,97	-5,77	-2,04	1,04	NA	NA
Franța	-5,88	-4,17	-8,70	-14,29	-19,44	-18,97	-12,77	-7,32	-7,89	NA
Germania	-6,64	-9,62	-10,65	-0,52	-9,90	-7,51	-13,13	-7,91	-10,16	-6,09
Grecia	NA	10,34	-12,50	10,71	29,03	45,00	44,83	17,86	0,00	19,19
Irlanda	NA	NA	NA	NA	-22,12	-12,96	-4,96	-8,21	-13,82	0,94
Italia	-5,05	-2,13	-7,61	-4,71	-4,94	-6,49	-9,72	-6,15	-4,92	NA
Letonia	-7,94	-5,17	-3,64	-1,89	-3,85	-10,00	-13,33	-25,64	-3,45	NA
Lituania	NA	NA	NA	-11,04	-20,92	-19,73	-3,91	1,74	-16,00	-10,20
Luxemburg	6,32	6,93	10,19	7,56	-18,75	-11,06	-9,73	2,99	-15,12	-6,85
Malta	NA	NA	NA	-12,21	-7,28	-9,29	-8,66	-2,59	-7,96	0,00
Marea Britanie	-2,00	-8,84	-4,48	-5,47	-7,44	-5,36	-5,66	-10,00	-8,89	NA
Olanda	-10,59	-7,89	-1,43	-1,45	0,00	-4,41	-10,77	-6,90	-5,56	NA
Polonia	-7,14	0,00	-4,62	-4,84	-6,78	-5,45	-5,77	-10,20	-2,27	NA
Portugalia	NA	NA	NA	NA	-15,22	-8,72	-11,80	2,55	-7,45	-7,38
România	-3,45	1,19	-4,71	-1,23	-2,50	-6,41	-12,33	-17,19	-15,09	NA
Slovacia	-21,01	-8,37	-3,23	-5,56	-2,35	-1,81	-42,94	35,48	-19,05	NA
Slovenia	NA	NA	NA	NA	-28,53	-22,37	-15,25	2,00	-10,46	-7,30
Spania	NA	4,85	3,70	-4,46	-11,21	-4,21	-7,69	-13,10	-6,85	NA
Ungaria	NA	12,50	22,22	18,18	15,38	20,00	16,67	4,76	-4,55	NA

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Din punctul de vedere al dinamicii absolute, în cazul în care viteza de circulație se menține la un ritm concordant cu dinamica PIB-ului, intervalul de variație poate fi extins.

Deşi, în analiza aferentă indicatorilor de convergență nominală, Belgia şi Irlanda apar în ipostaza țărilor care încalcă valoarea de referință a ratei inflației pe parcursul ultimilor trei ani, evoluția aferentă vitezei de circulație a banilor indică o tendință de stabilizare a acesteia, chiar în sensul creşterii indicatorului respectiv.

În acest context, o propunere ar putea fi reprezentată de creşterea limitei de variație la 2,5 p.p. pentru țările în care viteza de circulație a banilor nu a scăzut cu mai mult de 25%.

Deşi indicatorul nominal privind rata inflației plasează Germania în categoria celei mai disciplinate țări din acest punct de vedere, viteza de circulație a banilor reflectă un dezechilibru la nivelul celor două categorii de economii - monetară versus reală -, respectiv PIB-ul nu reprezintă decât aproximativ 50%-60% din valoarea agregatului monetar M3.

Grecia, Spania şi Portugalia au înregistrat, într-adevăr, o scădere permanentă a indicatorului, reflectând o accentuare a volumului de monedă în raport cu fluxul de bunuri şi servicii, ceea ce a fost evidențiat şi în cazul indicatorului de convergență nominală.

Aceeaşi situație este valabilă şi pentru noile state membre, care prezintă un raport supraunitar între PIB şi M3; totuşi, din punctul de vedere al criteriului de convergență nominală, țările din Europa Centrală şi de Est se remarcă printr-o îndepărtare de nivelul de referință, fapt reflectat şi în scăderea vitezei de circulație a banilor.

În privința **ratei nominale a dobânzii**[12], aceasta nu trebuie să depăşească cu mai mult de 2 puncte procentuale pe cea a celor mai performante state membre în ceea ce priveşte stabilitatea prețurilor (respectiv media aritmetică a ratelor dobânzii pe termen lung).

Un aspect problematic în cazul acestui criteriu constă în utilizarea titlurilor de stat pe termen lung sau a altor valori mobiliare comparabile, întrucât nu există obligațiuni guvernamentale cu scadență apropiată de 10 ani în toate statele membre. În această situație, se realizează compararea valorilor mobiliare diferite, cu scadențe diferite, ceea ce implică un grad ridicat de inexactitate.

Un alt aspect problematic constă în limitarea la nivelul ratelor de dobândă corespunzătoare titlurilor pe termen lung, ceea ce conduce la un cost de oportunitate ridicat, respectiv sacrificarea oportunităților de fructificare a diferențialelor de dobânzi pe termen scurt.

[12] Rata dobânzii poate fi măsurată pe baza titlurilor de stat pe termen lung sau pe baza altor valori mobiliare comparabile.

Din această perspectivă, mai oportună ar fi selectarea referențialului ca medie lunară a Euribor la 12 luni și acesta să fie comparat cu ratele medii ale dobânzilor pe piața monetară interbancară ale țărilor aderente (Robor la 12 luni, în cazul României), tot ca medii lunare.

Tabelul 2.13 prezintă evoluția ratei dobânzii pe termen scurt în noile state membre în raport cu zona euro; cu excepția României, Ungariei și Poloniei, celelalte țări prezintă un grad de convergență ridicat față de zona euro, întrucât valorile înregistrate de rata dobânzii pe termen scurt sunt corelate cu cele din zona respectivă. Astfel, prin utilizarea acestui referențial, potențialul de armonizare în privința ratei dobânzii se amplifică, spre deosebire de indicatorul clasic de convergență nominală.

Tabelul 2.13

Evoluția ratei dobânzii pe termen scurt (o lună) în cadrul UE și zonei euro, de-a lungul perioadei 2001-2011 (%)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE-27	:	4,79	3,84	2,86	2,82	2,74	3,35	4,44	4,61	1,21	0,78
Euro 17	4,24	4,33	3,30	2,35	2,08	2,14	2,94	4,09	4,27	0,89	0,57
Bulgaria	4,14	5,01	4,32	3,14	3,11	2,71	3,09	4,61	6,71	4,50	2,41
Cehia	5,31	5,15	3,58	2,30	2,26	1,97	2,22	2,97	3,81	1,92	1,08
Danemarca	4,75	4,76	3,52	2,45	2,18	2,20	3,09	4,31	4,86	2,12	0,98
Letonia	4,65	6,58	3,93	3,54	4,07	2,95	3,89	7,21	6,32	9,19	1,22
Lituania	7,53	5,27	3,25	2,56	2,20	2,26	2,99	4,90	5,26	3,70	1,00
Marea Britanie	6,05	5,07	3,99	3,71	4,52	4,74	4,79	5,86	5,18	0,82	0,56
Polonia	18,49	16,49	9,22	5,74	6,03	5,36	4,17	4,64	6,11	3,88	3,61
România	49,70	40,53	26,95	18,20	19,18	7,96	8,11	7,25	12,23	11,32	5,68
Suedia	3,90	4,10	4,21	3,28	2,30	1,86	2,43	3,75	4,52	0,78	0,72
Ungaria	11,44	11,09	9,12	8,42	11,48	7,38	6,96	7,86	8,97	8,90	5,26

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Ajustarea care ar putea fi propusă în acest sens este reprezentată de corelarea diferenței de 2 p.p. cu randamentul aferent contractului de tip *Credit Default Swap* (CDS)[13] corespunzător riscului de țară, existând necesitatea ca rata dobânzii să integreze o parte din prima de risc adecvată. În acest sens, în statele în care CDS-ul aferent riscului de țară rămâne la

[13] Contract de asigurare pentru riscul de nerambursare care presupune plata unei prime periodice în schimbul plății unei valori noționale în situația în care se produce o stare de nerambursare.

valori de peste 100 p.b. (puncte de bază) pe parcursul unui an, marja de diferenţă ar trebui crescută la 3 p.p. şi, progresiv, la peste 300 p.b. (puncte de bază) să devină 4 p.p., iar la peste 500 b.p. să poată ajunge la un maxim de 5 p.p. Ceea ce creează o situaţie problematică este tolerarea unei diferenţe de peste 5 p.p., care ar putea genera rate ale dobânzii excesiv de ridicate (probabil de două cifre), conducând la asimetrii semnificative.

În tabelul 2.14 este prezentată dinamica randamentelor aferente contractelor CDS la nivelul câtorva state din Europa Centrală şi de Est; cum, pe parcursul ultimilor ani, aceste randamente cresc, o eventuală extindere a bandei de variaţie în raport cu valoarea de referinţă ar facilita o convergenţă mai ridicată la nivelul acestui indicator, care, astfel, ar fi conectat cu economia reală.

Tabelul 2.14

Evoluţia CDS în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2007-2011

(%)

	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Grecia	18,75	13,42	95,41	190,31	132,75
Polonia	10,17	8,36	64,03	106,44	79,75
România	37,25	32,15	277,18	391,44	285,00
Slovacia	30,85	27,78	238,42	352,25	232,36
Ungaria	35,36	28,24	196,33	336,39	242,92

Sursă: Prelucrare proprie după datele www.reuters.org.com.

În privinţa **finanţelor publice**, poziţia financiară a guvernului este considerată ca fiind sustenabilă în cazul în care nu se creează un deficit mai mare de 3% din PIB. Similar deficitului bugetar, ponderea datoriei publice în PIB nu trebuie să fie superioară valorii de 60%. În cazul în care indicatorii depăşesc aceste valori prag, deficitul bugetar şi datoria publică trebuie să fie diminuate substanţial şi continuu către o valoare apropiată de cea de referinţă sau depăşirea valorii de referinţă trebuie să fie excepţională, pe bază temporară. Ceea ce se remarcă la nivelul formulărilor acestui criteriu de convergenţă este ambiguitatea reflectată în reducerea semnificativă şi continuă (fără specificarea vreunui procent sau a unei anumite perioade), caracterul substanţial şi permanent (fără precizarea clară a condiţiilor excepţionale, precum şi a perioadei maxime), ca şi reducerea substanţială într-un ritm adecvat (nu se delimitează în mod clar o anumită valoare şi nici un orizont temporal).

Similar corelării ratei inflaţiei cu ritmul vitezei de circulaţie a banilor, este necesară realizarea unei analize structurale la nivelul deficitului bugetar

și al datoriei publice, întrucât, în esență, existența lor, chiar și dincolo de nivelul celor două valori prag considerate ca având o conotație negativă, nu implică în mod automat dezechilibre macroeconomice importante.

În condițiile în care deficitul bugetar și/sau datoria publică cresc preponderent pe fondul accelerării investițiilor guvernamentale și al reducerii fiscalității, cu efecte benefice asupra stimulării inițiativei guvernamentale, chiar și în contextul excedării limitelor de 3% și, respectiv, 60% din PIB, această dinamică se consideră a fi sustenabilă.

În situația în care gradul de îndatorare și, respectiv, ponderea soldului bugetar negativ în PIB cresc paralel cu înregistrarea unor cheltuieli masive direcționate către consum, dezechilibrul macroeconomic este evident. În același timp, un aspect important constă în analiza modalităților de finanțare. În cazul în care se constată o supraexpunere a sistemului bancar față de titlurile de stat și, implicit, este necesară recurgerea la surse de finanțare scumpe, gradul de sustenabilitate a celor doi indicatori se atenuează. Tabelele 2.15 și 2.16 prezintă o defalcare a cheltuielilor guvernamentale în raport cu criteriul clasificării funcționale.

Tabelul 2.15

Evoluția ponderii cheltuielilor guvernamentale destinate consumului în PIB în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2002-2011

(%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE	19,9	20,4	20,7	20,7	20,8	20,7	20,3	20,8	22,4	22,1
Euro 17	19,8	20,2	20,5	20,4	20,4	20,3	20,0	20,5	22,1	21,9
Austria	18,9	18,6	18,8	18,6	18,5	18,4	18,2	18,6	19,9	19,5
Belgia	21,7	22,5	22,9	22,7	22,8	22,5	22,3	23,2	24,7	24,3
Bulgaria	18,8	18,9	19,9	19,4	18,3	18,0	17,2	17,1	16,3	15,8
Cehia	21,1	22,3	23,4	22,1	22,1	21,3	20,3	20,4	22,1	21,8
Cipru	17,1	18,1	19,6	17,7	17,9	18,4	17,0	17,4	19,4	19,3
Danemarca	25,7	26,2	26,5	26,5	26,0	25,9	26,0	26,7	30,0	29,4
Estonia	18,8	18,4	18,3	17,6	17,2	16,2	16,7	19,5	22,0	20,6
Franța	22,8	23,5	23,8	23,8	23,8	23,5	23,0	23,1	24,5	24,6
Germania	18,9	19,2	19,3	18,8	18,7	18,3	17,9	18,1	19,7	19,5
Grecia	17,4	18,3	17,1	17,2	17,1	17,7	17,9	18,2	20,6	18,2
Irlanda	14,7	15,2	15,3	15,5	15,5	15,8	16,3	18,5	19,6	19,1
Italia	19,0	19,2	19,7	19,9	20,3	20,1	19,7	20,2	21,5	21,1

Letonia	20,5	21,0	21,4	19,5	17,4	16,6	17,4	19,6	19,6	16,9
Lituania	21,4	20,9	19,9	19,4	18,7	19,3	17,9	19,3	22,0	20,6
Luxemburg	16,1	16,5	16,4	16,9	16,5	15,4	14,8	14,9	16,7	16,2
Malta	20,1	20,0	20,6	20,8	19,5	20,0	19,1	20,6	21,2	20,6
Olanda	22,6	23,7	24,5	24,2	23,7	25,1	25,2	25,5	28,4	28,5
Polonia	17,9	17,9	18,1	17,6	18,1	18,3	18,0	18,5	18,4	18,8
Portugalia	19,2	19,4	19,8	20,1	20,9	20,2	19,8	20,1	21,8	21,4
România	16,2	15,1	19,3	16,3	17,4	16,8	16,3	17,6	18,7	17,2
Slovenia	19,4	19,1	19,0	18,9	19,0	18,8	17,3	18,1	20,2	20,1
Spania	17,1	17,2	17,4	17,8	18,0	18,0	18,4	19,5	21,1	20,8
Ungaria	21,1	22,0	23,3	22,3	22,6	22,9	21,3	21,6	22,2	21,4

Sursă: Prelucrare proprie după datele
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Indisciplina la nivelul politicii bugetare se reflectă în predominanța cheltuielilor guvernamentale destinate consumului, care prezintă ponderi de peste 20% în PIB, în detrimentul celor destinate investițiilor, care, în general, se plasează sub nivelul de 5% din PIB.

Tabelul 2.16

Evoluția ponderii cheltuielilor guvernamentale destinate investițiilor în PIB în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2002-2011

(%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
UE	2,4	2,3	2,4	2,4	2,2	2,5	2,6	2,7	2,9	2,7
Euro 17	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,8	2,5
Austria	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Belgia	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,8	1,7
Bulgaria	3,4	3,1	2,9	3,2	3,4	4	5,2	5,6	4,9	4,6
Cehia	3,5	3,9	4,5	4,8	4,9	5	4,7	4,9	5,2	4,6
Cipru	2,9	3	3,4	4	3,1	3	2,9	2,9	4,1	3,6
Danemarca	1,9	1,8	1,6	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	2	2,2
Estonia	4,1	5,3	4,4	3,8	4	4,7	5,1	5,3	5,1	3,6
Finlanda	2,5	2,6	2,8	2,8	2,5	2,3	2,4	2,5	2,8	2,7
Franța	3	2,9	3	3,1	3,3	3,2	3,2	3,2	3,4	3
Germania	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
Grecia	3,6	3,4	3,5	3,5	2,8	3,4	3,4	3,6	3	2,8
Irlanda	4,2	4,2	3,6	3,4	3,5	3,8	4,7	5,3	4,2	3,9

Italia	2,4	1,7	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	2,5	2,1
Letonia	1,1	1,3	2,4	3,1	3,1	4,6	5,7	4,8	4,3	3,6
Lituania	2,2	2,9	3	3,4	3,4	4,1	5,2	4,9	3,9	4,6
Luxemburg	4,3	4,9	4,6	4,3	4,5	3,6	3,3	3,2	3,7	4,1
Malta	3,4	4,1	4,7	3,9	4,7	4	3,8	2,3	2,2	2,1
Marea Britanie	1,5	1,5	1,6	1,8	0,7	1,8	1,9	2,3	2,7	2,5
Olanda	3,3	3,5	3,6	3,2	3,3	3,3	3,3	3,5	3,9	3,7
Polonia	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,9	4,2	4,6	5,2	5,6
Portugalia	3,8	3,5	3,2	3,3	3	2,4	2,7	2,9	2,9	3,3
România	2,7	3,4	3,5	3	3,9	5,1	5,6	5,7	5,3	5,5
Slovacia	3,1	3,3	2,6	2,4	2,1	2,2	1,9	2	2,3	2,6
Slovenia	3,2	3	3,2	3,5	3,2	3,7	4,2	4,4	4,6	4,3
Spania	3,3	3,5	3,6	3,4	3,6	3,7	4	3,9	4,4	3,7
Suedia	2,9	3,1	2,9	2,9	3	3	3,1	3,3	3,6	3,5
Ungaria	3,7	4,9	3,5	3,5	4	4,4	3,6	2,9	3,1	3,2

Sursă: Proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

În privința datoriei publice, poziția financiară a unei țări poate fi considerată sustenabilă chiar și în contextul depășirii limitei de 60%, în cazul în care există rezerve valutare suficiente. În acest sens, este deosebit de oportună determinarea unui indicator care să ia în considerare deducerea rezervelor valutare din nivelul datoriei publice, întrucât, în acest caz, se obține o imagine realistă asupra gradului de îndatorare a unei țări.

Un alt indicator oportun din acest punct de vedere este reprezentat de gradul de acoperire a datoriei publice prin rezervele de aur, considerate a fi cele mai protectoare, luând în considerare rezistența aurului la șocurile puternice manifestate.

Un aspect important în această privință este ilustrat în tabelele 2.17 și 2.18, în care sunt prezentate gradele de acoperire a datoriei publice prin rezervele internaționale și prin aur.

Tabelul 2.17

Evoluția ponderii excedentului datoriei publice în raport cu rezervele de acoperire în PIB în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2002-2011

(%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Euro 17	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
Austria	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Belgia	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Bulgaria	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Cehia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Cipru	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6
Danemarca	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Estonia	-2,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,3	-2,4	-2,2	-2,7	-3,0	-2,0
Finlanda	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Franța	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8
Germania	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8
Grecia	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4
Irlanda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,6	0,9
Italia	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Letonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Lituania	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Luxemburg	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Malta	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Marea Britanie	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,8
Olanda	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
Polonia	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Portugalia	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
România	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Slovacia	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4
Slovenia	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
Spania	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6
Suedia	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Ungaria	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Tabelul 2.18

Evoluția gradului de acoperire a datoriei publice prin rezervele de aur în cadrul UE, de-a lungul perioadei 2002-2011

%

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Euro 17	46,39	46,05	48,12	52,68	42,52	40,82	36,38	35,86	32,96	26,84
Austria	64,80	70,47	73,55	81,03	62,91	57,11	50,63	62,03	50,39	39,05
Belgia	1854,67	1838,20	1905,11	2050,95	1795,78	1660,84	1439,36	1423,55	1269,40	1015,18
Bulgaria	680,73	645,40	640,80	666,22	503,09	453,96	391,32	393,42	334,36	249,89
Cehia	73,41	60,31	55,06	53,91	33,52	27,62	21,92	18,80	16,22	13,38
Cipru	27949,60	28518,69	26160,20	28405,23	22502,36	20815,98	17663,89	5994,97	5157,50	3904,69
Danemarca	27,32	31,47	33,31	40,66	32,81	33,41	31,57	31,32	29,34	24,82
Estonia	31712,06	30839,99	32175,42	35458,12	27221,32	25349,46	21335,32	20551,73	17785,38	15291,39
Finlanda	23,55	22,52	24,17	28,72	19,53	19,31	18,22	19,00	18,49	16,23
Franța	12,38	12,06	11,88	12,59	9,90	9,23	8,00	8,71	9,35	7,73
Germania	2,55	2,52	2,43	2,51	1,63	1,32	1,00	1,18	1,11	0,88
Grecia	33,61	32,57	38,00	39,73	29,43	25,38	23,04	35,20	37,81	39,11
Irlanda	6,06	7,07	7,65	7,84	6,09	6,34	5,38	6,18	6,70	4,66
Italia	34,43	35,35	38,53	42,49	33,41	30,22	27,05	26,91	24,71	19,13
Letonia	83,03	87,20	97,16	109,71	86,91	78,38	65,13	54,23	52,02	40,28
Lituania	22,43	20,67	22,29	26,65	20,10	18,94	18,01	39,16	47,05	40,27
Luxemburg	132,72	134,63	139,49	147,30	119,41	120,52	115,15	111,82	142,09	137,62
Malta	81096,50	101292,75	104589,00	124976,75	134283,50	154824,25	38792,53	18135,40	15104,22	26083,13
Marea Britanie	38,75	42,43	43,54	45,72	34,12	30,41	23,46	18,26	16,78	23,46
Olanda	0,30	0,29	0,37	0,40	0,35	0,33	0,30	0,30	0,26	0,20
Polonia	137,20	134,88	133,71	143,19	109,79	101,01	88,00	88,43	75,30	58,97
Portugalia	13,69	13,63	15,36	21,64	20,55	22,25	21,08	18,92	17,68	15,08
România	64,40	67,05	71,55	78,57	66,11	63,06	61,45	60,64	54,86	45,37
Slovacia	12,02	13,05	13,49	15,88	12,52	13,13	11,14	11,80	15,90	12,69
Slovenia	155,07	140,07	129,03	151,27	176,10	160,53	250,50	267,44	354,97	343,27
Spania	28,76	28,95	30,23	33,85	30,53	34,67	46,52	46,62	43,05	34,39
Suedia	31,55	29,94	32,62	35,05	27,72	26,73	23,11	22,85	24,26	20,29
Ungaria	44,64	46,12	47,31	54,94	42,83	47,50	44,92	89,17	72,90	73,24

Sursă: Prelucrare proprie după datele http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

În analiza destinată indicatorilor de convergență nominală a fost evidențiată politica laxă practicată de Franța şi Marea Britanie în planul

finanțelor publice, acestea depășind cu 10%-15% valorile de referință ale deficitului bugetar şi datoriei publice (a se vedea tabelele 2.2 şi 2.3).

Pe de altă parte, Italia, Irlanda şi Portugalia se evidențiază printr-un grad de îndatorare excesiv, cu mult peste cel al țărilor menționate; totuşi, gradul de acoperire a datoriei publice în aur este mai ridicat în cazul țărilor supraîndatorate în raport cu cele care sunt mai prudente din acest punct de vedere. Astfel, în anul 2008, Franța şi Regatul Unit prezintă un grad de acoperire a datoriei publice în aur de 8% şi, respectiv, 23,46%, în timp ce Grecia şi Spania au o valoare a acestui indicator de peste 30%. Irlanda şi Germania au o valoare scăzută a acestui indicator, de 5% şi, respectiv, 0,88%.

România, alături de celelalte țări din Europa Centrală şi de Est, se remarcă printr-o disciplină accentuată a finanțelor publice; gradul redus de îndatorare publică în raport cu media acceptată prin Tratatul de la Maastricht (a se vedea tabelul 2.3) este întărit de o acoperire în exces prin rezerva de aur (a se vedea tabelul 2.18).

Din punctul de vedere al stabilității **cursului de schimb**, Tratatul de la Maastricht prevede menținerea în intervalul dintre marjele de fluctuație din cadrul mecanismului cursului de schimb ERM şi apoi (ERM II), pe o perioadă de cel puțin doi ani, fără tensiuni severe, în special fără a se proceda din proprie inițiativă la devalorizarea/deprecierea monedei naționale față de euro. Noul mecanism al cursului de schimb (**ERM II**) a înlocuit ERM în ianuarie 1999 şi are drept scop fixarea monedelor statelor membre care nu fac parte din zona euro la euro prin stabilirea, de comun acord, a unui curs central fix, dar ajustabil față de euro şi a unei benzi standard de fluctuație de ±15 puncte procentuale. O bandă mai îngustă de fluctuație poate fi stabilită, de comun acord, pe măsură ce se înregistrează progrese în ceea ce privește convergența.

Stabilitatea cursului de schimb este corelată cu seria celorlalți indicatori financiari, el fiind practic o consecință a unor indicatori solizi de finanțe publice, precum şi a unei stabilități la nivelul prețurilor.

Pe de altă parte, o tendință de stabilizare excesivă a cursului de schimb are drept consecință îndepărtarea economiei de la starea de echilibru natural, periclitând autoreglarea acesteia.

De asemenea, stabilitatea cursului valutar nu poate fi concepută doar în raport cu o singură valută, ci cu un coş valutar în care, luând în considerare faptul că o pondere predominantă a fluxurilor comerciale se realizează în raport cu țările din zona euro, euro poate să dețină o pondere superioară, dar alături de acesta să figureze şi alte valute, respectiv şi USD,

GBP, JPY, CHF. Ponderea acestora poate fi corelată cu structura aproximativă a conturilor din balanța de plăți, conducând la determinarea unui *curs efectiv*.

Determinarea unui moment precis pentru adoptarea monedei unice se realizează în concordanță cu diminuarea decalajului dintre economia fluxurilor financiare și economia reală, respectiv statul membru trebuie să fie capabil să îndeplinească ansamblul de criterii de convergență reală, astfel încât raportul cost-beneficiu să încline în favoarea adoptării euro.

Ca ajustări ale acestui criteriu de convergență, putem propune accentuarea flexibilității cursului, în contextul menținerii regimului de flotare administrată, și coexistența tendinței de apreciere în termeni reali cu variabilitatea pe termen scurt a cotațiilor. Prin acest regim se asigură un grad ridicat de independență a politicii monetare, a cărei eficacitate în controlul inflației va crește.

De asemenea, regimul cursului valutar flotant administrat este în concordanță cu alegerea inflației ca ancoră nominală. Acest sistem permite un răspuns flexibil la șocurile externe și interne neprevăzute ce pot interveni.

În privința indicatorilor de convergență reală, este necesară ajustarea acestora cu coeficienți care să reflecte impactul asimetriilor, polarizărilor, externalităților pozitive și negative asupra procesului de creștere economică în statele membre, cu efecte importante în planul convergenței economice la nivel global. Dintre aceștia, putem menționa:

- procentul populației care trăiește sub nivelul de subzistență, pe categorii de populație;
- indicele nivelului de poluare din zonele urbane și rurale;
- ponderea energiilor neconvenționale în totalul surselor de energie corelat cu consumul anual de energie pe cap de locuitor;
- indicele de reciclare și refolosire a deșeurilor;
- coeficientul GINI al inegalității veniturilor pe zone geografice etc.

Cercetările efectuate pe parcursul ultimilor ani (Iancu, 2007, 2008, 2009) au evidențiat faptul că procesul de convergență nominală a fost favorizat în raport cu cel de convergență reală, întrucât latura nominală este susceptibilă să se realizeze pe parcursul unei perioade mai scurte de timp, spre deosebire de convergența reală, care presupune efectuarea unor restructurări importante, de un grad de complexitate mult mai ridicat în plan macroeconomic.

Pentru a îndeplini dezideratul Tratatului de la Maastricht, este necesar ca ambele procese de convergență să se realizeze simultan, în deplină armonie. În

esență, cele două categorii de procese se influențează reciproc, întrucât reformele structurale impulsionează convergența PIB-ului/locuitor, ceea ce conduce la o creştere neinflaționistă a salariilor, determină o creştere a veniturilor, o majorare a încasărilor fiscale şi, prin urmare, o consolidare fiscală.

În acelaşi timp, convergența nivelului de productivitate determină reducerea costurilor, accelerând dezinflația în sectorul bunurilor comercializabile, iar procesul de convergență nominală influențează variabilele reale în mod favorabil, prin reducerea ratei inflației şi a ratei dobânzii, care determină o creştere a investițiilor şi, prin urmare, a PIB.

Cu toate acestea, în ultimii ani s-a remarcat o disparitate clară între cele două procese de convergență; deşi la nivelul UE s-a constatat un grad de convergență nominală, încă există decalaje semnificative din punctul de vedere al dimensiunii reale. Aceste diferențe substanțiale pot fi explicate tocmai prin prisma contradicției existente între criteriile de convergență nominală, precum şi prin prisma efectelor exercitate de acestea în plan macroeconomic. Astfel, impunerea respectării criteriilor de la Maastricht poate afecta procesul de convergență a economiilor în care nivelul investițiilor este redus. Pe de altă parte, aplicarea unor politici bugetare laxe, finalizate în crearea unor deficite sustenabile poate contribui la adaptarea structurală mai rapidă a acestor economii la cerințele Uniunii Europene.

De asemenea, prin reducerea ratei inflației, rata reală a dobânzii se majorează, ceea ce determină atragerea capitalurilor externe şi, în cele din urmă, aprecierea monedei naționale, cu efecte negative asupra exporturilor nete.

3. Sustenabilitatea procesului de convergență în contextul ciclurilor economice

3.1. Analiza gradului de sustenabilitate a procesului de convergență

Aspectele deficitare ale criteriilor de convergență sunt evidențiate mai ales în contextul ciclurilor economice. În esență, Tratatul de la Maastricht a impus îndeplinirea unor valori prestabilite ale unei serii de indicatori macroeconomici, fără să implice o eventuală adaptare a acestora în funcție de particularitățile ciclului economic. Economia, în ansamblul său, este un sistem viu, aflat într-o permanentă transformare, fiind marcat de ciclicitate; evoluțiile macroeconomice sunt influențate de diversele faze ale ciclului economic, ceea ce creează dificultăți la nivelul capacității statelor membre de a îndeplini pe bază continuă un set de parametri stricți, cu marje conservatoare de variație.

Din această perspectivă, putem remarca o discrepanță semnificativă între economia reală şi sistemul de indicatori de convergență nominală. Modul de configurare a acestor indicatori nu ia în considerare evoluția ciclică a economiei şi variațiile implicite ale indicatorilor macroeconomici.

Un alt aspect problematic al indicatorilor de convergență economică constă în modul de corelație a acestora cu ciclurile economice din cadrul statelor membre. Teoria zonelor monetare optime (OCA) reprezintă de fapt fundamentul creării zonei euro. Fundamentată de Mundell (1961) şi McKinnon (1963) şi extinsă ulterior de Kenen (1969) şi Krugman (1993), teoria a adus în prim-plan avantajele participării într-o zonă monetară optimă. Aceste avantaje sunt obținute pe fondul unor renunțări, respectiv sacrificarea autonomiei la nivelul politicii monetare şi al cursului de schimb. Degringolada actuală în Grecia este explicată de numeroşi specialişti prin prisma absenței unor pârghii importante de intervenție în plan macroeconomic, respectiv incapacitatea de a recurge la instrumente de politică macroeconomică.

Teoreticienii au apreciat că inconvenientul renunțării la aceste pârghii de natură macroeconomică poate fi surmontat prin intermediul sincronizării ciclurilor economice. Există o literatură de specialitate consistentă pe această temă, numeroase studii axându-se predominant pe trei aspecte (Cuaresma şi Amador (2010)):

- § prefigurarea statelor membre sub forma unei structuri celulare, cu un nucleu (format de ţările din zona euro) şi o zonă periferică construită pe baza alăturării mai multor niveluri circulare (noile state membre recent integrate), în cadrul căreia s-a remarcat, din perspectiva sincronizării ciclurilor economice, o stratificare chiar şi la nivelul zonei nucleu, respectiv o corelaţie mult mai puternică între Belgia, Franţa, Germania, Luxemburg şi Olanda în raport cu întreaga zonă euro;
- § impactul extinderii zonei euro prin integrarea ţărilor din Europa Centrală şi de Est asupra armonizării ciclurilor economice din cadrul UE;
- § evidenţierea a două componente la nivelul sincronizării ciclurilor economice, respectiv componenta idiosincratică, determinată de anumite particularităţi ale mediului macroeconomic din ţările respective, precum şi componenta sistemică, generată de evoluţii la nivel global.

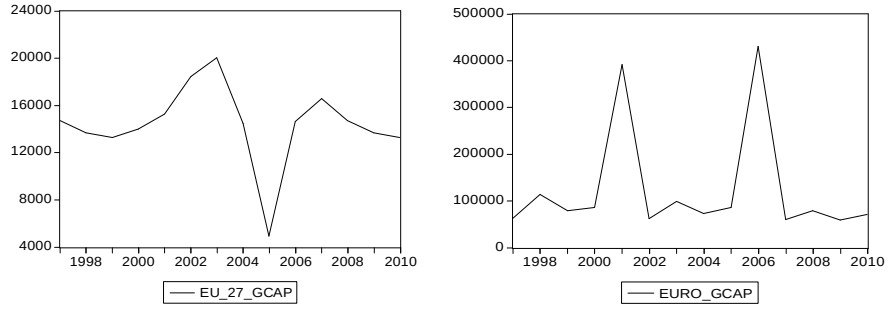
În vederea evaluării gradului de sincronizare în cadrul UE, pe baza seriei trimestriale a indicatorului PIB/cap de locuitor care reflectă convergenţa de tip sigma, cercetarea a dezvoltat o perspectivă empirică, având în prim-plan acest indicator-cheie referitor la procesul de convergenţă reală. Un grad ridicat de convergenţă în cadrul UE implică reducerea disparităţilor între ţări, prin armonizarea valorii indicatorului PIB/cap de locuitor; pe de altă parte, aşa cum am relevat în secţiunea dedicată analizei la nivelul criteriilor de convergenţă, în cadrul UE există în continuare decalaje importante în privinţa nivelului de dezvoltare a ţărilor. În acest sens, este semnificativ să luăm în considerare dispersia corespunzătoare acestui indicator. O dispersie importantă a indicatorului poate releva o tendinţă a ţărilor din cadrul Europei Centrale şi de Est de recuperare a decalajelor, iar o analiză comparativă în raport cu dispersia aferentă zonei euro poate evidenţia o tendinţă de armonizare a ciclurilor economice.

Într-o primă etapă, am analizat dispersia indicatorului PIB/cap de locuitor la nivelul NSM-10, UE-27 şi zonei euro. Într-o manieră similară analizei realizate în secţiunea consacrată evidenţierii indicatorilor de convergenţă nominală şi reală, pentru a ajusta indicatorul în sensul diferenţierii lui în funcţie de gradul de dezvoltare a ţărilor din UE, dispersia corespunzătoare regiunilor analizate a fost calculată la nivelul indicatorului ponderat în funcţie de contribuţia fiecărei ţări în PIB-ul total corespunzător UE-27. Această metodologie a fost dezvoltată în acord cu observaţiile din secţiunea aferentă relevării aspectelor critice ale criteriilor de convergenţă,

care au punctat calcularea unor indicatori de convergență în mod liniar la nivel de regiune, fără a lua în considerare o eventuală diferențiere a acestora în funcție de criterii de natură calitativă sau cantitativă. În esență, determinarea unei medii ponderate în opoziție cu media simplă aritmetică aduce un plus de valoare informațională. Dispersia indicatorului PIB/cap de locuitor din regiunile analizate a fost determinată pe bază trimestrială.

În fig. 3.1 putem remarca un grad ridicat de eterogenitate la nivelul convergenței de tip sigma. Dintr-o perspectivă globală, în cadrul UE-27, se remarcă un proces susținut de convergență până în anul 2005; în această perioadă, decalajele dintre țările din UE-27 s-au redus în mod semnificativ, pentru ca ulterior ritmul de convergență să se diminueze.

Fig. 3.1. Evoluția convergenței de tip sigma la nivelul UE (stânga) și la nivelul zonei euro (dreapta)

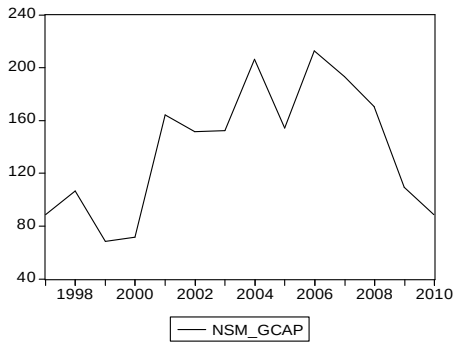


Reluarea trendului de reducere a dispersiei se produce în anul 2006 până la jumătatea anului 2007. Acest aspect poate fi interpretat prin prisma valurilor de extindere din anul 2004 şi, respectiv, 2007, când integrarea mai multor țări membre conduce la accentuarea disparităților.

Aceeaşi dinamică se observă şi la nivelul convergenței de tip sigma corespunzătoare zonei euro; ritmul de convergență scade sub impactul extinderii zonei euro, respectiv integrarea a noi state conduce către accentuarea asimetriilor între nivelurile de dezvoltare a statelor membre.

În cazul NSM, dinamica convergenței de tip sigma este fluctuantă; până în anul 2005, se remarcă anumite decalaje de la un stat la altul, pentru ca, în momentul declanşării turbulențelor financiare, procesul de convergență să capete un trend descendent (a se vedea fig. 3.2). Spre deosebire de zona euro, unde, de asemenea, se remarcă anumite fluctuații, în cadrul NSM, perioada de recuperare, de reînscriere a convergenței de tip sigma într-un trend descrescător este mai îndelungată. În cazul zonei euro, fluctuațiile se manifestă pe o perioadă mai restrânsă, ceea ce reflectă capacitatea acestor țări de a absorbi rapid diferențele existente între state.

Fig. 3.2. Evoluția convergenței de tip sigma la nivelul NSM-10



Sustenabilitatea criteriilor de convergență poate fi evaluată şi din perspectiva sustenabilității procesului de convergență economică, ceea ce implică o analiză la nivelul modului în care fenomenul de convergență reacționează sub impulsul anumitor şocuri externe. În esență, ideea de sustenabilitate poate fi evidențiată în mod semnificativ în corelație cu anumite evenimente extreme, întrucât un indicator este sustenabil în condițiile în care producerea unui şoc (sau un eveniment cu conotație negativă) nu determină o mutație importantă asupra dinamicii indicatorului. Dacă indicatorul sigma se dovedeşte a fi staționar, eventuale şocuri sunt absorbite, nedeterminând rupturi structurale importante, cu efecte negative asupra sustenabilității.

În acest sens, au fost realizate testele de staționaritate (prezentate în anexele 1-3) la nivelul indicatorului de convergență sigma corespunzător UE-27, zonei euro şi NSM-10. Rezultatele evidențiază un grad ridicat de eterogenitate. În cadrul UE-27, precum şi în cadrul zonei euro, indicatorul de convergență sigma se dovedeşte a fi unul staționar, în timp ce, în cadrul NSM-10, indicatorul este nonstaționar, ceea ce reliefează faptul că, în cadrul țărilor din Europa Centrală şi de Est, mediul macroeconomic se caracterizează prin fragilitate. Structurile macroeconomice sunt încă deficitare, vulnerabile la anumite şocuri, care, din păcate, nu sunt absorbite rapid, ci se propagă pe o perioadă mai îndelungată.

Spre deosebire de NSM-10, țările din zona euro dispun de structuri economice mai solide, ceea ce le conferă capacitatea de a absorbi şocurile rapid, fără repercusiuni importante pe termen lung. Experiența crizei financiare confirmă această ipoteză, reflectând o capacitate semnificativă a țărilor din zona euro de a intra pe zona de recuperare economică într-un ritm mai alert față de țările din Europa Centrală şi de Est, în cadrul cărora

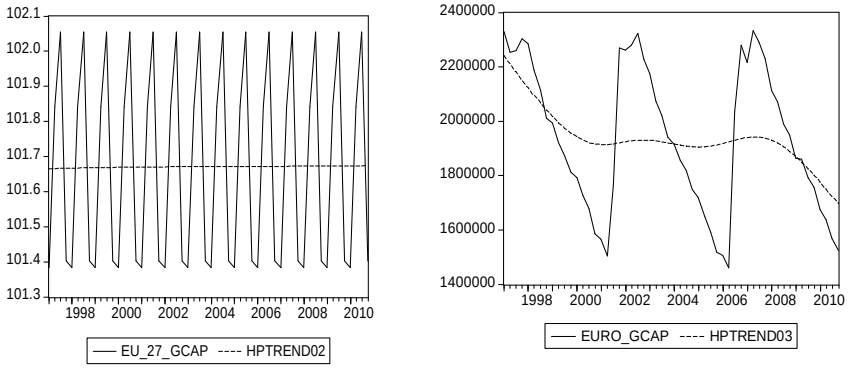
dezechilibrele generate de criza economică s-au propagat pe o perioadă mai îndelungată, fiind necesar un interval de timp mult mai extins pentru a reveni la trendul de creştere economică.

Din această perspectivă, procesul de convergență nu se caracterizează prin acelaşi grad de sustenabilitate la nivelul celor două regiuni; în țările din Europa Centrală şi de Est, sustenabilitatea este mai redusă, fiind necesară astfel o diferențiere a criteriilor de convergență în funcție de specificul structurilor economice.

În cadrul celei de-a doua etape, pe baza utilizării filtrului de tip Hodrick-Prescott, *am estimat ciclurile economice* ale țărilor recent integrate, precum şi corelarea acestora cu ciclul economic din zona euro. În fig. 3.4. putem remarca dinamica componentei pe termen lung, precum şi a componentei ciclice la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est. Luând în considerare modul în care cele două componente evoluează de la o țară la alta, putem aprecia o eventuală similitudine între evoluțiile macroeconomice din aceste țări şi, în esență, sincronizarea ciclurilor economice.

Componenta pe termen lung a fost estimată atât la nivel individual în cazul fiecărei țări din NSM-10, cât şi la nivel regional; pentru o perspectivă comparativă, acest filtru a fost aplicat totodată la nivel regional în cazul UE-27 şi zonei euro. Analiza la nivel regional evidențiază o decorelare clară între ciclurile economice din țările NSM-10, UE-27 şi zona euro.

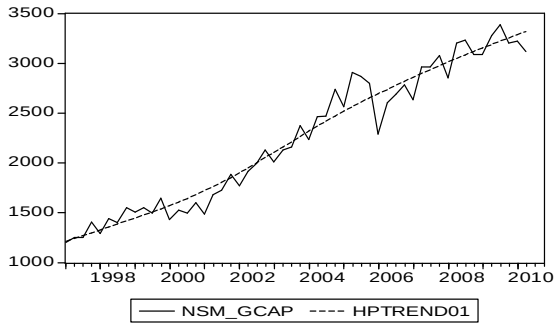
Fig. 3.3. Filtrul HP aplicat la nivelul convergenței de tip sigma aferente UE-27 (stânga) şi la nivelul zonei euro (dreapta)



Potrivit fig. 3.3 şi 3.4, componenta pe termen lung din cadrul UE-27 urmează o traiectorie liniară, spre deosebire de cea corespunzătoare NSM şi

zonei euro, unde: la NSM, componenta pe termen lung urmează o traiectorie permanent ascendentă, reflectând continuitatea procesului de *catching up*; la nivelul zonei euro, traiectoria este mult mai sinuoasă.

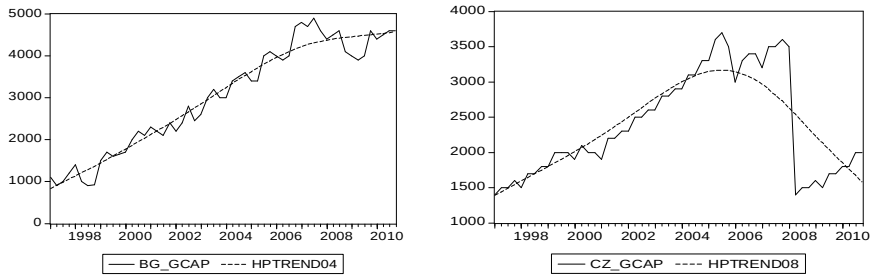
Fig. 3.4. Filtrul HP aplicat la nivelul convergenței de tip sigma aferente la nivelul NSM



Corelația ciclurilor economice dintre NSM şi zona euro este practic inexistentă, relevând desincronizarea totală dintre cele două grupe de țări.

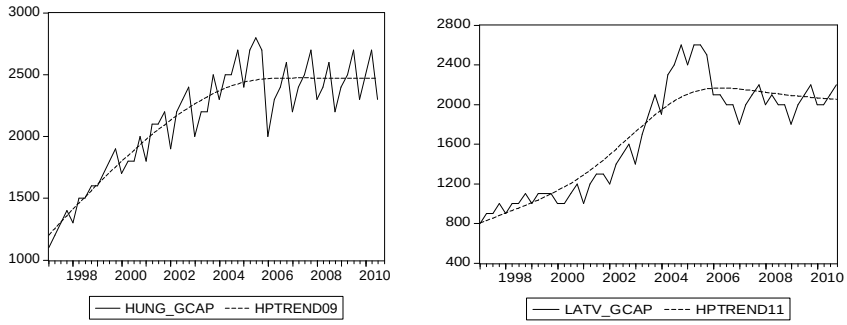
În cadrul NSM, Bulgaria urmează îndeaproape traiectoria de la nivelul NSM în ansamblu, în opoziție cu toate celelalte noi state membre, care se îndepărtează de la linia globală evidențiată la acest nivel regional. Din perspectiva corelației între ciclurile economice, putem remarca faptul că Bulgaria este corelată într-o anumită măsură cu Ungaria, iar țările baltice - Lituania şi Letonia - sunt corelate într-un mod mai semnificativ (a se vedea fig. 3.5 şi 3.6).

Fig. 3.5. Filtrul HP aplicat la nivelul convergenței de tip sigma aferente la nivelul Bulgariei (stânga) şi Cehiei (dreapta)



Din analiza traiectoriilor pe termen lung şi pe termen scurt ilustrate în fig. 3.1-3.7, se remarcă faptul că Polonia şi România sunt decorelate în mod evident în raport cu celelalte țări, prezentând o dinamică a componentei pe termen lung diferită față de celelalte țări (a se vedea fig. 3.7.). În plus, chiar şi din punctul de vedere al componentei pe termen scurt, mai ales pe parcursul ultimilor ani, Polonia şi România prezintă o similaritate în dinamica acesteia.

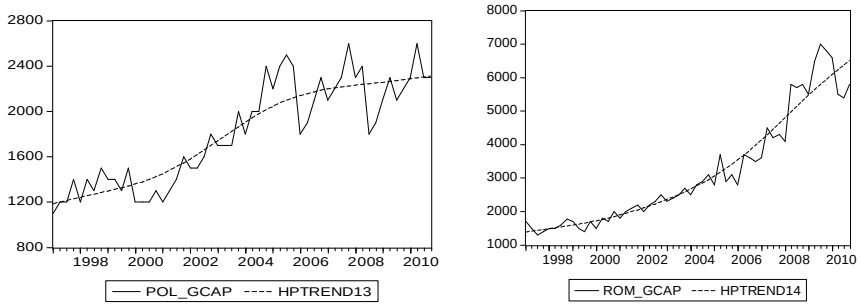
Fig. 3.6. Filtrul HP aplicat la nivelul convergenței de tip sigma aferente la nivelul Ungariei (stânga) și Letoniei (dreapta)



Având în vedere decorelarea dintre ciclurile economice evidențiată prin dinamicile surprinse în graficele analizate, caracterul optim al zonei euro este pus sub semnul întrebării, întrucât avantajele implicate de adoptarea monedei unice se atenuează sub impactul unui decuplaj absolut între ciclurile economice din țările din UE. Absența unei armonizări de ordin temporal şi chiar structural la nivelul ciclurilor, structurilor şi chiar al politicilor economice periclitează eficiența conceptului de uniune monetară. Pe fondul acestor inadvertențe determinate prin prisma defazării ciclurilor economice, nu se produc efectele prefigurate de crearea monedei unice, ci, dimpotrivă, disparitățile existente vor conduce la creşterea costurilor implicate de asimetria existentă în plan economic.

Din această perspectivă, oportunitatea menținerii criteriilor de convergență în forma actuală poate fi contestată pe baza unor dovezi empirice, rezultate din analize cantitative la nivelul corelării ciclurilor economice în cadrul UE.

Fig. 3.7. Filtrul HP aplicat la nivelul convergenței de tip sigma aferente la nivelul Poloniei (stânga) și României (dreapta)



Acest aspect deficitar al zonei euro poate fi surmontat prin identificarea unor modalități de armonizare a ciclurilor economice. În lumina evoluțiilor macroeconomice recente, criteriile de convergență nominală și-au evidențiat latura deficitară în acest sens, neputând contribui în mod semnificativ prin impunerea unor valori prestabilite la sincronizarea ciclurilor economice. Experiențe recente au relevat faptul că, deși o serie de țări îndeplinesc în ansamblu criteriile de convergență nominală, acestea nu generează automat armonizarea ciclurilor economice și, în esență, valorificarea aspectelor pozitive implicate de moneda unică. În acest context, o modalitate viabilă poate fi reprezentată de o convergență accentuată la nivelul indicatorilor de convergență reală sau de redefinirea unui set mai complex de indicatori care să reflecte joncțiunea dintre cele două categorii de convergență.

În literatura de specialitate au fost reliefate domenii-cheie care, fără a fi neapărat încriptate sub forma unui indicator de sorginte cantitativă, ar putea favoriza sincronizarea ciclurilor economice în cadrul UE (Cuaresma și Amador (2010)). În esență, existența unor disparități semnificative între ciclurile economice ale statelor membre poate fi pusă sub semnul asimetriilor consistente în cadrul acestor domenii.

Dintre acestea, menționăm următoarele:

§ **integrarea financiară**, respectiv crearea la nivelul UE a unui cadru financiar armonizat, fără discrepanțe semnificative de la un stat la altul în privința gradului de dezvoltare a sistemului financiar-bancar (Caporale și Soliman (2009)). Afonso și Furceri (2008) au reliefat faptul că un nivel accentuat de integrare financiară conduce, în timp, la sincronizarea economiilor reale,

având, de exemplu, un impact pozitiv asupra structurilor de producție;

- **mobilitatea factorilor de producție,** apreciată ca acționând favorabil în direcția atenuării unor șocuri la nivel de țară, prin prisma posibilității oferite, de exemplu, forței de muncă de a se deplasa într-o țară neafectată de turbulențe macroeconomice și de a contribui la restabilirea echilibrului în plan macroeconomic, evitând o depreciere masivă a cursului valutar sau pusee inflaționiste puternice (Lein et al. (2007));
- **flexibilitatea salariilor și a prețurilor,** considerată a fi benefică prin prisma faptului că permite ajustări atât la nivel regional, cât și la nivel de țară, ca urmare a manifestării unor șocuri, evitând astfel apariția șomajului sau a inflației (Foster și Stehrer (2007));
- **gradul de deschidere a economiei**, cu efecte pozitive asupra balanței comerciale, precum și asupra investițiilor străine directe, percepute sub forma unor promotori ai creșterii economice și, implicit, asupra accelerării procesului de *catching up* (Jarconcinski (2010));
- **similaritatea structurilor de producție,** percepută sub forma unui factor de armonizare a nivelului de dezvoltare economică și de atenuare a șocurilor în mod uniform (Mayes și Viren (2009));
- **integrarea politicii fiscale,** considerată ca un element favorizant al armonizării politicilor economice și, implicit, a ciclurilor economice (Fidrmuc și Korhonen (2006)).

În secțiunea dedicată analizei criteriilor de convergență reală, am evidențiat faptul că, în planul acestor domenii de convergență reală, în cadrul UE-27 se remarcă o serie de disparități importante, care atrag o decorelare a ciclurilor economice. În esență, desincronizarea absolută între țările emergente și zona euro, precum și între UE-27 la nivel global și fiecare dintre cele două grupe de țări, respectiv NSM-10 și zona euro, poate fi explicată prin prisma diferențelor notabile existente în aceste domenii importante care, în contextul aprecierilor din literatura de specialitate, pot fi considerate ca zone liant între convergența nominală și convergența reală.

Adevărata provocare a specialiștilor rezidă în identificarea unor seturi de indicatori care să asigure relaționarea dintre cele două domenii de convergență. Consider că identificarea unor indicatori de natură cantitativă nu poate reprezenta un panaceu universal pentru soluționarea acestor aspecte problematice, ci mai degrabă crearea unor sisteme complexe de indicatori, pe baza unui mix între dimensiunea cantitativă și calitativă.

3.2. Analiza criteriului de convergență a ratei dobânzii în contextul turbulențelor financiare

Modul de configurare a criteriului de convergență aferent ratei dobânzii prevăzut în cadrul Tratatului de la Maastricht a vizat asimilarea acestuia sub forma unui mobil al creşterii economice; rata scăzută a dobânzii a fost considerată o modalitate de îmbunătățire a accesului la finanțare, creând în acest mod premisele necesare creşterii economice în viitor. Cu toate acestea, o convergență puternică la nivelul ratei dobânzii nu s-a dovedit a fi în mod automat un factor de natură pozitivă; această nouă perspectivă, precum şi experiența crizei financiare produse pe fondul unei lichidități abundente au adus în prim-plan ideea că impunerea unei politici de relaxare semnificativă a ratelor dobânzii ar putea manifesta pe termen lung un efect negativ. Creditarea în exces, însoțită de inflamarea unei bule speculative pe piața imobiliară, a contribuit la destabilizarea mediului macroeconomic, inducând efecte de recesiune.

Conform Tratatului de la Maastricht, media nominală a dobânzii pe termen lung pe ultimele 12 luni nu trebuie să depășească cu mai mult de 2 puncte procentuale pe cea (respectiv media aritmetică a ratelor dobânzii pe termen lung) a celor mai performante state membre în ceea ce priveşte stabilitatea prețurilor. Rata dobânzii poate fi măsurată pe baza titlurilor de stat pe termen lung sau pe baza altor valori mobiliare comparabile. Aici se foloseşte expresia de compromis: titluri de stat pe termen lung sau pe baza altor valori mobiliare comparabile, întrucât nu există obligațiuni guvernamentale cu scadență apropiată de 10 ani în toate statele membre. Dar compararea valorilor mobiliare diferite cu scadențe diferite este inexactă din punct de vedere matematic. Această situație problematică ar putea fi evitată dacă ar fi considerate ratele dobânzilor pe termen scurt, fiind cuantificate oportunitățile de fructificare speculativă a diferențialelor de dobândă.

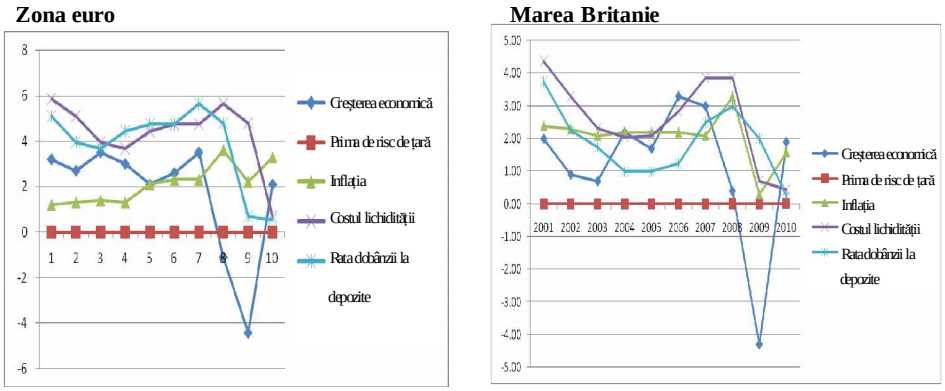
Astfel, din această perspectivă, s-ar putea alege ca referențial media lunară a Euribor la 12 luni şi aceasta să fie comparată cu ratele medii ale dobânzilor pe piața monetară interbancară ale țărilor aderente (Robor la 12 luni, în cazul României), tot ca medii lunare.

În plus, diferența de 2 p.p. impusă de acest criteriu ar trebui corelată cu CDS-ul[14] aferent riscului de țară, întrucât rata dobânzii trebuie să includă o parte din prima de risc. Astfel, în statele în care CDS rămâne la valori de peste 100 p.b. pe parcursul unui an, marja de diferență ar trebui crescută la 3 p.p. Însă o diferență de peste 3 p.p. nu ar trebui tolerată, întrucât ar putea

[14] Credit Default Swaps.

genera rate ale dobânzii permise aproape de două cifre, ceea ce ar induce asimetrii prea mari.

Fig. 3.8. Evoluția primelor de risc aferente ratei dobânzii în zona euro (stânga) și Marea Britanie (dreapta)



Analiza elaborată în cadrul acestei secțiuni a vizat demistificarea criteriului de convergență a ratei dobânzii, concentrat în esență către minimizarea acesteia. În acest sens, într-o abordare holistică, am conceput rata dobânzii sub forma unui conglomerat de prime de risc, prezumând faptul că rata dobânzii fără risc este un concept pur teoretic, fără aplicabilitate în zilele noastre, din cauza crizei datoriilor suverane. Primele de risc reflectate în analiză se referă la riscuri de natură macrofinanciară (riscul de recesiune surprins în fluctuațiile aferente creşterii economice, riscul de inflație și riscul de țară), precum şi riscul de lichiditate (riscul de creştere a costului de lichiditate).

Graficele de mai jos evidențiază faptul că țările care se află în afara zonei euro prezintă o rată a dobânzii mai mare în comparație cu țările din zona euro. În cazul țărilor din Europa Centrală și de Est, Bulgaria, Ungaria și România au cea mai mare rată a dobânzii; un comportament similar se reflectă în cazul Marii Britanii (a se vedea fig. 3.8, partea dreaptă), urmate de Suedia și Danemarca (a se vedea fig. 3.9). Graficele de mai jos reflectă evoluția primelor de risc în corelație cu evoluția ratei dobânzii. La nivelul zonei euro, perioada de creștere economică este însoțită de o scădere a ratei dobânzii şi, implicit, de o lichiditate abundentă, dar, odată cu perioada de recesiune, costurile de lichiditate cresc, iar rata dobânzii urmează un trend ascendent (a se vedea fig. 3.8, partea stângă).

O evoluție similară poate fi identificată în cazul Marii Britanii şi Danemarcei, în timp ce, în cazul Suediei, rata dobânzii nu pare să fie

afectată într-un mod semnificativ de creşterea economică. Rata dobânzii prezintă o rezistență ridicată la unele fluctuații determinate de turbulențele financiare; cu toate acestea, rata dobânzii este situată la un nivel superior în comparație cu rata inflației, subliniind capacitatea politicii monetare de a contracara evoluțiile macroeconomice nefavorabile. Singura diferență constă în faptul că, similar Danemarcei, rata dobânzii este situată la un nivel inferior în comparație cu rata inflației, evidențiind randamente reale negative (a se vedea fig. 3.9).

Fig. 3.9. Evoluția primelor de risc aferente ratei dobânzii în Suedia (stânga) şi Danemarca (dreapta)

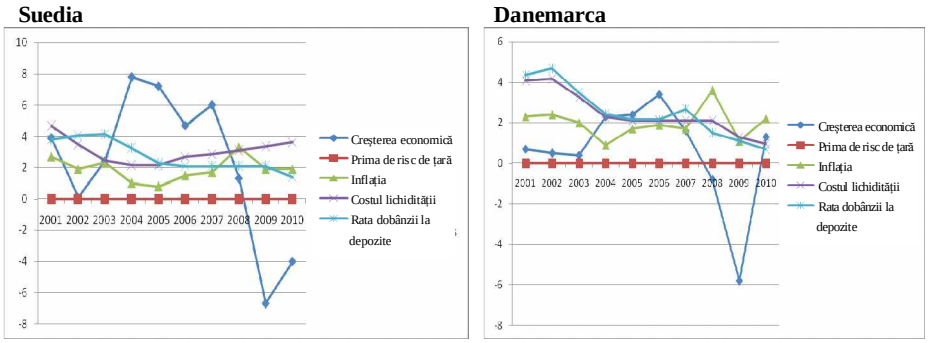
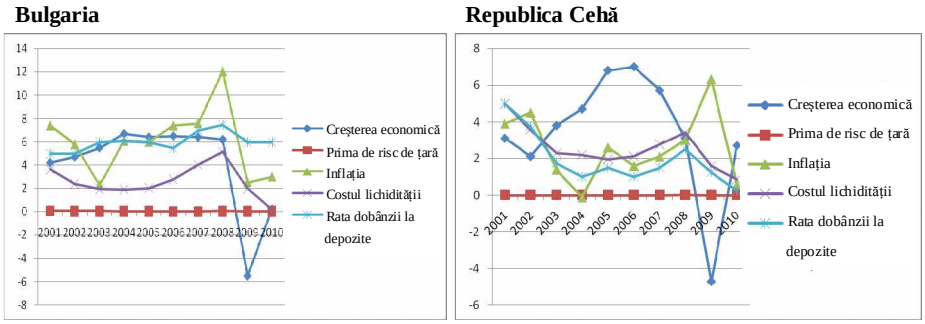


Fig. 3.10. Evoluția primelor de risc aferente ratei dobânzii în Bulgaria (stânga) şi Republica Cehă (dreapta)



Țările din Europa Centrală şi de Est prezintă o creştere economică importantă pentru o anumită perioadă de timp, fiind afectate în principiu de declanşarea crizei financiare. Evoluția ratei dobânzii este superioară, în unele cazuri, în raport cu rata inflației (Ungaria şi Polonia), în timp ce în alte cazuri se menține la un nivel inferior (Bulgaria şi Republica Cehă) (a se

vedea fig. 3.10). România urmează o traiectorie diferită, cu schimbări în dinamica variabilelor de la o perioadă la alta; ca atare, rata dobânzii urmează îndeaproape dinamica ratei inflației.

3.3. Testarea teoriei parității neacoperite a ratei dobânzii (UIP) la nivelul Uniunii Europene[15]

Criteriul de convergență privind rata dobânzii a căpătat o dimensiune particulară în contextul evoluțiilor macrofinanciare; teoria parității neacoperite a ratei dobânzii, precum și teoria parității puterii de cumpărare au fost puse într-o lumină aparte, prin prisma procesului de integrare financiară. Țările din Europa Centrală și de Est au experimentat regimul cursurilor valutare flotante, precum și liberalizarea contului de capital anterior integrării în Uniunea Europeană. Acest aspect a afectat într-o măsură importantă evoluția mediului macrofinanciar, precum și corelarea cu ciclurile de afaceri ale țărilor dezvoltate. Rata dobânzii reprezintă în esență un liant între sistemele financiare naționale și sistemul financiar la nivel mondial.

În afară de poziția sa importantă în arhitectura procesului de convergență, rata dobânzii reprezintă un instrument important de politică monetară, precum și un mecanism de transmisie semnificativ.

Teoria parității neacoperite a ratei dobânzii conduce la oportunități de arbitraj prin prisma similitudinilor din perspectiva rentabilității aferente activelor sau pasivelor denominate în valute. Testarea acestei ipoteze este relevantă pentru scopul evidențierii gradului de eficiență a pieței; o piață eficientă implică o volatilitate mai redusă și, automat, un grad de stabilitate mai ridicat. În acest context, putem aprecia că eficiența pieței este marcată de prime de risc cu nivel scăzut, ceea ce ar conduce la confirmarea teoriei parității ratei dobânzii. În situația în care sunt constatate o serie de prime de risc, gradul de eficiență a pieței scade, determinând neconfirmarea teoriei în cauză (Hughes Hallett și Richter (2011)).

Cercetarea a vizat traiectoria evolutivă a ratei dobânzii în UE, cu un accent special asupra țărilor din Europa Centrală și de Est. Criteriul de convergență reprezentat de rata dobânzii este analizat critic în lumina teoriei privind structura la termen a ratei dobânzii, având în vedere perspectiva unui conglomerat de prime de risc; acest ansamblu de factori de risc generează niveluri suplimentare de risc, care conduc la tendința pozitivă a ratei

[15] Această sec iune a cercetării reprezintă rezultatul colaborării desfășurate în perioada februarie 2012-octombrie 2012 cu dr. Christian Richter, Senior Lecturer în cadrul University of East London, Londra.

dobânzii. Cercetarea pune în lumină sursele suplimentare de risc la nivel de țară, precum și evoluția simultană a acestora, care ar putea favoriza crearea unor potențiale grupuri de țări cu o dinamică similară a ratei dobânzii.

3.3.1. Prezentarea referențialului de specialitate

Literatura de specialitate privind teoria parității neacoperite a ratei dobânzii include numeroase cercetări care fie au testat gradul de eficiență a piețelor financiare, fie au evidențiat relațiile reciproce dintre rata dobânzii și cursul de schimb. Diferite studii au testat empiric această teorie de-a lungul a diferite perioade de timp, relevând importanța timpului în acumularea de riscuri. Chinn și Meredith (2004), Mehl și Cappiello (2007) au dezvăluit faptul că această teorie este confirmată în general pentru perioade lungi de timp (de la cinci la zece ani) prin prisma impactului exercitat de factori macroeconomici fundamentali; un orizont de timp scurt favorizează politici monetare care determină o corelație negativă între cursul de schimb și rata dobânzii.

În conformitate cu aceste aspecte, Fujii și Chinn (2001) au relevat importanța variabilelor pe termen lung în confirmarea teoriei parității neacoperite a ratei dobânzii; economiile emergente, cu un regim flexibil de curs de schimb, creează stimulente pentru validarea teoriei în special în contextul orizontului temporal mai îndelungat. Lothiana și Wu (2011) au realizat o cercetare pe o perioadă lungă de timp - 200 de ani -, evidențiind confirmarea acestei teorii doar pe parcursul unor subperioade de timp. Alte cercetări (Baillie și Bollerslev (2000), Flood și Rose (2002)) au relevat confirmarea acestei teorii doar în perioadele ulterioare anului 1990. Cu toate acestea, Chaboud și Wright (2005) au descoperit că această teorie poate fi validată pe un orizont de timp mai scurt, mai ales în contextul tranzacțiilor speculative. Bekaert et al. (2007) au reliefat faptul că o eventuală confirmare a acestei teorii depinde mai degrabă de valută decât de lungimea orizontului de timp.

Cele mai multe dintre cercetări au testat teoria parității neacoperite a ratei dobânzii în raport cu specificul țărilor. Există o literatură abundentă dedicată analizei unei diferențieri a teoriei în funcție de particularitățile mediului macroeconomic, în special în lumina diferențierii dintre țările emergente și cele dezvoltate. Rezultatele se circumscriu, în general, unei arii marcate de două curente de gândire diferite: una care cuprinde o confirmare a teoriei la nivelul țărilor dezvoltate (Taylor (1995), Sarno (2006)), explicată printr-o eventuală absență a primelor de risc, prin prisma unui mediu

macroeconomic stabil, iar cealaltă reflectă neconfirmarea acestei teorii în cazul țărilor emergente, care se explică prin condițiile macroeconomice deteriorate. Bansal şi Dahlquist (2000) au efectuat un studiu la nivelul a 28 de economii dezvoltate şi emergente, pe baza datelor aferente perioadei 1976-1998, evidențiind o probabilitate mai ridicată pentru deviațiile în raport cu prezumțiile aferente acestui model în cazul țărilor cu un mediu macroeconomic mai fragil. Aceste deviații se reflectă în special într-un PNB pe cap de locuitor mai mic, în ratinguri de credit mai mici, precum şi într-o inflație medie mai mare.

Alper et al. (2007) au subliniat faptul că piețele emergente au fost caracterizate printr-un mediu macroeconomic mai fragil, reflectat în condiții economice mai volatile, piețe financiare cu lichiditate scăzută şi reforme instituționale incomplete. Aceste diferențe de natură structurală în raport cu țările dezvoltate afectează ipotezele care stau la baza teoriei, determinând neconfirmarea ei. Cu toate acestea, există cercetări concentrate în principal asupra economiilor din Europa Centrală şi de Est, cele mai multe studii fiind însă axate pe țările dezvoltate. Bansal şi Dahlquist (2000) şi, mai recent, Alper et al. (2007) au subliniat faptul că teoria este confirmată în special în cazul țărilor în curs de dezvoltare, subliniind rolul important al ratei inflației. Mansori (2003) şi Horobet et al. (2009, 2010) au subliniat faptul că, pentru țările din Europa Centrală şi de Est, testarea UIP conduce la rezultate care variază de la o țară la alta. Deşi ipoteza este confirmată de coeficienți pozitivi de pantă, realizarea testelor statistice corespunzătoare nu reflectă o confirmare a acesteia.

Alte studii au relevat într-o manieră indirectă rejectarea teoriei parității neacoperite a ratei dobânzii la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est prin prisma primelor de risc suplimentare generate de inflația persistentă. Orlowski (2003, 2005a) a subliniat faptul că primele de risc asociate cu procesul inflaționist conduc la fenomene negative, cum ar fi perioadele de recesiune, şomaj şi dezechilibre mari.

Cihak şi Mitra (2009) au arătat că țările din Europa Centrală şi de Est au rezistat într-o manieră robustă experienței crizei financiare, în contextul reducerii presiunilor inflaționiste. Recent, Filipozzi şi Harkmann (2010) au analizat această teorie în lumina recentelor turbulențe financiare din zona Europei Centrale şi de Est. Concluziile conduc la ideea că teoria nu este confirmată la nivel mondial, dar există încă multe diferențe la nivel de țară. Ca atare, pentru țările cu un grad mai ridicat de integrare financiară (Republica Cehă, Ungaria, Polonia), teoria este confirmată, în opoziție cu țările cu un grad mai mic de integrare financiară (Bulgaria şi România).

Cu toate acestea, literatura de specialitate actuală nu creează o perspectivă globală privind relevanța acestei teorii pentru țările din Europa Centrală şi de Est care încă nu au adoptat moneda unică; absența cercetărilor precedente a determinat necesitatea unei abordări integrate privind comportamentul ratei dobânzii în cadrul acestei teorii, care ar trebui să ia în considerare similitudinile impuse de caracteristicile comune ale structurilor macroeconomice din aceste țări. Literatura actuală de referință s-a concentrat pe aplicabilitatea teoriei în cauză pentru aceste țări, prin derularea unor teste statistice care au reflectat respingerea teoriei pentru țările analizate, în principal, sub forma unui rezultat final determinat de testele statistice care au relevat respingerea teoriei pentru țările analizate. Întrebarea este în ce măsură această neconfirmare a teoriei poate fi atribuită unor factori fundamentali referitori la economia macrofinanciară a acestor țări, cu un accent special pe dimensiunea multiplă a procesului de convergență nominală şi reală.

Această axă a cercetării a testat teoria UIP la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est prin prisma a trei tipuri de modele GARCH (modele TGARCH, EGARCH şi CGARCH). Cercetarea vizează crearea unei perspective integrate asupra factorilor structurali care ar putea conduce la un anumit comportament al ratei dobânzii sub egida teoriei respective. În acest scop, într-o primă etapă, cercetarea testează această teorie la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est (Bulgaria, Republica Cehă, Ungaria, Polonia şi România), prin intermediul celor trei tipuri de modele GARCH menționate.

Studiul valorifică metodologia GARCH în cele trei tipuri, având în vedere specificul lor tehnic, care permite abordarea volatilității dintr-o perspectivă complexă: ca atare, modelul TGARCH permite integrarea unui comportament nonliniar, în timp ce volatilitatea modelului EGARCH oferă posibilitatea de a integra în arhitectura sa asimetriile în lumina unei relații directe între volatilitate şi randament. Mai mult decât atât, CGARCH are în prim-plan descompunerea volatilității pe bază bidimensională, care permite separarea componentei pe termen lung de cea temporară. În virtutea acestor particularități tehnice, modelele GARCH creează condiții favorabile pentru un cadru analitic mai robust. Odată aplicate modelele în cauză, cercetarea a analizat outputul statistic prin prisma unor aspecte specifice din mediul macrofinanciar al acestor țări, care ar putea explica primele suplimentare de risc care au determinat eşecul teoriei parității neacoperite a ratei dobânzii (UIP).

3.3.2. Metodologie

Această parte a cercetării a ilustrat teoria UIP prin modelele generalizate autoregresive heteroskedastice condiționale (GARCH) elaborate de Engle (1993).

Acest model este ilustrat de următoarele ecuații:

$$X_t = a_0 + a_1 * x_{t-1} + \varepsilon_t + b_1 * \varepsilon_{t-1}$$

$$h_{t2} = q_t + \alpha_1 * \left(\varepsilon_{t-1}^2 - q_{t-1}\right) + \gamma * \left(\varepsilon_{t-1}^2 - q_{t-1}\right) * D_{t-1} + \beta_1 * \left(h_{t-1}^2 - q_{t-1}\right)$$

$$q_t = \varpi + \rho * q_{t-1} + \varphi * \left(\varepsilon_{t-1}^2 - h_{t-1}^2\right)$$

unde:

$D_t = 1$ pentru ε_t inferior lui 0, $D_t = 0$

și

ε_t reprezintă eroarea.

Prima ecuație reprezintă ecuația mediei. Termenul ε_t ar trebui să fie distribuit conform distribuției normale condiționate, fiind dependent de informații din trecut. A doua și a treia ecuație reflectă varianța condițională, care este concepută ca o funcție liniară a unui intercept dependent de timp, a unei variabile lag în reziduurile pătrate (termenul ARCH), un termen asimetric (γ) și varianța lag condițională (termenul GARCH).

Studiul de față se concentrează pe derularea a trei tipuri de modele GARCH, și anume: EGARCH, TGARCH și CGARCH.

A. Modelul EGARCH

Funcția exponențială GARCH în varianta EGARCH a fost propusă de Nelson (1991), care a exprimat ecuația varianței condiționale sub forma:

$$\ln\left(\sigma^2_t\right) = \varpi + \beta \ln\left(\sigma_{t-1}^2\right) + \lambda \frac{\mu_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + \alpha\left[\frac{|\mu_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}}\right]$$

Modelul are mai multe avantaje față de modelul GARCH simplu, în lumina termenului $\ln\left(\sigma_t^2\right)$, care este supus procesului de modelare, fie că parametrii sunt negativi sau pozitivi. În acest context, eliminarea potențialelor constrângeri pozitive impuse asupra parametrilor modelului este benefică. În plus, asimetriile sunt permisive în arhitectura EGARCH, în

lumina unei relații directe între volatilitate şi randament. În consecință, în cazul în care volatilitatea şi randamentul sunt corelate în mod negativ, termenul λ este negativ.

B. Modelul TGARCH

Modelul TGARCH (*Threshold GARCH*), introdus de Rabemananjara şi Zakoïan (1993), aduce în prim-plan diferite reacții ale volatilității sub impactul şocurilor anterioare, care integrează totodată comportamentul neliniar al volatilității. Acest model acordă o atenție specială deviației standard condiționale în locul variației condiționale:

$$\sigma_t = K + \delta\sigma_{t-1} + \sigma_1^{+}\varepsilon_{t-1}^{+} + \alpha_1^{-}\varepsilon^{-}{}_{t-1}$$

$unde: \varepsilon_{t-1}^{+} = \varepsilon_{t-1}$ *dacă* $\varepsilon_{t-1} > 0$ *şi* $\varepsilon^{+}{}_{t-1} = 0$ *dacă* $\varepsilon_{t-1} \le 0.$

$\varepsilon_{t-1}^{-} = \varepsilon_{t-1}$ *dacă* $\varepsilon_{t-1} \le 0$ *şi* $\varepsilon_{t-1} = 0$ *dacă* $\varepsilon_{t-1} > 0.$

C. Modelul CGARCH

Modelul CGARCH separă volatilitatea în două componente, o componentă permanentă şi o componentă tranzitorie. Componenta permanentă a volatilității constă într-o dimensiune care nu variază în raport cu timpul (ω), un termen AR *(ρ)* şi o eroare anticipată (ϕ).

Componenta de volatilitate pe termen scurt este obținută prin scăderea volatilității pe termen lung din volatilitatea totală, respectiv:

$$h_t^2 - q_t = \varpi_1\left(\varepsilon_{t-1}^2 - q_{t-1}\right) + \rho * \left(\varepsilon_{t-1}^2 - q_{t-1}\right) * D_{t-1} + \phi * \left(h_{t-1}^2 - q_{t-1}\right)$$

Termenul (ϕ) reprezintă diferența dintre lag-ul aferent reziduurilor pătrate şi elementul previzionat în baza modelului (pe baza informațiilor disponibile în momentul *t*-2). Engle şi Lee (1999) au relevat faptul că modelul CGARCH reprezintă un model GARCH (2,2), fiind mai puțin restrictiv decât un model GARCH (1,1) .

3.3.3. Analiza rezultatelor cercetării

Aplicarea modelelor GARCH reflectă un rezultat statistic eterogen, care evidențiază diferențele existente la nivelul fiecărei țări, cu impact asupra unei eventuale acumulări de prime de risc. Sintetic, rezultatele statistice pot fi prezentate după cum urmează:

Tabelul 3.1

Sinteza rezultatelor statistice obținute în urma aplicării modelelor GARCH

	Confirmarea teoriei UIP		**Neconfirmarea teoriei UIP**	
Model	**Paritatea monedelor naționale în raport cu euro**	**Paritatea monedelor naționale în raport cu dolarul**	**Paritatea monedelor naționale în raport cu euro**	**Paritatea monedelor naționale în raport cu dolarul**
TGARCH	Bulgaria Polonia România	Republica Cehă România Ungaria	Republica Cehă Ungaria	Polonia
EGARCH	Bulgaria Polonia	Ungaria	Republica Cehă România Ungaria	Polonia Republica Cehă România
CGARCH	Bulgaria Polonia	Ungaria	Republica Cehă România Ungaria	Polonia Republica Cehă România

Sursa: Calculele autorului.

Analiza statistică corespunzătoare outputului statistic a reflectat, în principal, neconfirmarea teoriei UIP în această zonă geografică, cu unele diferențe, pe baza parităților monedelor naționale față de euro și dolar.

Republica Cehă pare să fie în poziția țării la nivelul căreia predominant se constată neconfirmarea teoriei UIP, în cazul ambelor parități valutare. În acest context, o potențială aversiune la risc se presupune a reflecta o primă de risc suplimentară, evidențiind inegalitatea dintre diferențialul de rată a dobânzii și schimbarea așteptată a cursului de schimb.

Outputul statistic relevă prime de risc variate aferente dimensiunii temporale, precum și o deviație standard condițională în cazul Cehiei, în paralel cu o primă de risc constantă de nivel scăzut.

Ungaria aduce o caracteristică de eterogenitate puternică la nivelul parităților valutare. Paritatea în raport cu euro evidențiază neconfirmarea teoriei UIP, în timp ce paritatea în raport cu dolarul reflectă confirmarea acestei teorii. Cu toate acestea, rezultatul statistic relevă un nivel ridicat al deviației standard condiționale.

Similar cu Ungaria, România nu poate fi clasificată într-o manieră clară, rezultatul statistic reflectând în principal neconfirmarea teoriei UIP. În acest context, diferențialul cursului valutar include o primă de risc suplimentară. Rezultatul statistic reflectă o deviație standard diferită pentru cele două parități valutare. Valorile maxime sunt mai pronunțate în cazul parității în raport cu dolarul, în timp ce persistența este mai scăzută pe

perioade scurte de timp. În opoziție, în cazul parității în raport cu euro, abaterea standard prezintă o persistență pe perioade mai lungi de timp; cu toate acestea, abaterea standard este în scădere în ultima perioadă de timp.

Bulgaria relevă o confirmare deplină a teoriei UIP, ceea ce conduce la ideea că un consiliu monetar la nivelul cursului de schimb reprezintă un vehicul de stabilizare important, determinând scăderea importantă a primelor de risc. Rezultatul statistic indică o abatere standard atipică în comparație cu celelalte țări, abaterea standard fiind una lipsită de fluctuații; în plus, rezultatul statistic aduce în prim-plan o componentă mai consistentă de previzibilitate în comparație cu celelalte țări care se bazează pe un regim de curs valutar flotant.

4. Procesul de financiarizare şi convergența economică la nivelul Uniunii Europene

4.1. Aspecte generale

Financiarizarea a marcat migrarea de la economia bazată pe capital fix către economia bazată pe active financiare. Dimensiunea financiară a căpătat o amploare deosebită în ultimele decenii, impregnând toate sectoarele vieții social-economice. Sub impactul economiei capitaliste, al dereglementării piețelor, sistemul financiar a condus în timp la structurarea unei noi economii - economia nominală, care a devenit practic un univers paralel celui reprezentat de economia reală, a bunurilor şi serviciilor.

Gândirea economică a anilor 1997-2000 a asimilat expansiunea sistemului financiar sub forma unui promotor al progresului, al creşterii economice. Treptat, fluxurile financiare au devenit suportul fundamental al sistemului economic, cele două tipuri de economii încadrându-se într-o relație de dependență mutuală, cu implicații la nivel global.

Totuşi, recenta criză, a cărei origine financiară este incontestabilă, a plasat într-o lumină nefavorabilă procesul de financiarizare, în special din perspectiva decuplării totale de economia reală. Inovațiile financiare au permis acumularea unui levier supradimensionat, care a dat naştere la bule speculative. Pe fondul unei lichidități excesive, generate de politici de creditare laxe, prețurile din anumite sectoare economice au cunoscut perioade de inflamare, conducând în timp la prăbuşiri ale pieței IT în anii 2000 sau ale pieței imobiliare în anii 2007-2008. Consecințele la nivel macroeconomic au fost nefavorabile, determinând un fenomen de contagiune în lanț.

La nivelul Uniunii Europene, financiarizarea a creat oportunitatea îndatorării excesive prin emisiunea de titluri financiare, conducând în timp la acumularea unor deficite importante. De altfel, spirala crizei, manifestată inițial la nivelul sistemului bancar şi repercutată ulterior la nivelul finanțelor publice, a avut la bază un sistem financiar supradimensionat în raport cu economia reală. În cazul statelor din Europa Centrală şi de Est, financiarizarea a permis relaxarea politicilor de creditare şi susținerea consumului în detrimentul investițiilor, generând o creştere economică artificială.

Studiul de față a avut în vedere relația dintre procesul de financiarizare şi convergența economică în cadrul Uniunii Europene, cu accent pe zona euro şi pe țările din Europa Centrală şi de Est. Sistemul financiar este

analizat din perspectiva dinamicii înregistrate pe parcursul ultimilor zece ani, precum şi în lumina particularităților implicate de componentele sale. Abordarea este una complexă, atât la nivelul sistemului financiar în ansamblu, cât şi la nivelul dimensiunilor sale - sistemul bancar, piața titlurilor de capital, piața titlurilor obligatare, piața monetară. Accentul este plasat asupra procesului de convergență reală, reflectat în dinamica PIB-ului real, urmărindu-se modul în care acesta reacționează sub impulsul componentelor sistemului financiar.

4.2. Abordări privind relația dintre procesul de financiarizare şi cel de convergență

Creionarea unui referențial al literaturii de specialitate privind relația dintre procesul de convergență şi fenomenul de financiarizare a economiei reprezintă un demers provocator în virtutea temei de cercetare inovative. Numeroase cercetări au fost axate pe impactul globalizării financiare asupra stabilității macroeconomice (Tytel şi Wei (2008), Claessens et al. (2008)), precum şi asupra efectului exercitat de sistemul financiar în declanşarea crizelor (Krugman, (1993, 1999, 2010), Kregel (2007), Iancu (2011)).

Declanşarea crizei financiare a adus în prim-plan o nouă valență a convergenței economice, accentuând teoriile privind configurația UE sub forma unei zone delimitate de două niveluri fundamentale - centru-periferie - între care a intervenit o fractură care tinde să se adâncească (Becker şi Jager (2011)).

Cercetări anterioare au evidențiat procesul de creştere economică sub forma unei acumulări graduale care se interferează, în anumite situații, cu evoluția sistemului financiar.

Astfel, Becker et al. (2010) au relevat existența unui tip aparte de acumulare, bazat pe o dihotomie care în prezent capătă valențele unei antagonii, respectiv economia financiară versus economia reală: acumularea de natură productivă versus acumularea de natură financiară.

În cazul acumulării productive, accentul cade pe investiții masive în sectoarele productive ale economiei, generând astfel creştere. În situația acumulării financiare, putem distinge două subtipologii: acumularea capitalului fictiv (Marx (1979)) şi, respectiv, acumularea capitalului purtător de dobândă (Becker et al. (2010)). Acumularea capitalului fictiv se produce în contextul orientării cu precădere către active financiare cu un grad ridicat de lichiditate, mai ales în situațiile în care productivitatea stagnează şi un anumit tip de structură de producție este perimată, ceea ce determină

deplasarea interesului investitorilor de la investiții în capitalul fix, corporal către investiții necorporale. În cazul acumulării financiare prin capitalul purtător de dobândă, accentul este plasat asupra diferențialului între dobânda activă și dobânda pasivă, ceea ce conduce la creștere pe fondul dominanței procesului de creditare.

În cadrul Uniunii Europene, pe parcursul ultimului deceniu, s-au distins două strategii de creștere economică: neomercantilismul la nivelul Germaniei, Austriei și Olandei și acumularea financiară la nivelul Greciei, Irlandei și Spaniei. Neomercantilismul practicat de unele state a determinat importuri semnificative în rândul anumitor țări recent integrate și, implicit, acumularea unor deficite de cont curent care, în perioada de expansiune a ciclului economic, au putut fi acoperite de fluxurile de capital străine (Apeldoorn et al. (2009)).

Literatura de specialitate nu dispune de un referențial solid orientat cu precădere asupra corelației dintre financiarizare și convergență economică; putem aprecia că mai degrabă sistemul financiar a fost analizat în corelație cu procese adiacente, tangențiale sau asimilabile celui de convergență, cum ar fi procesul de integrare (Lane (2007, 2008), Obstfeld (2008)) sau procesul de liberalizare a contului de capital și, respectiv, globalizare. Eichengreen (2001), Henry (2007), Eatwell și Taylor (2002), Kose et al. (2006) au evidențiat faptul că dezvoltarea sistemului financiar poate influența în mod favorabil procesul de integrare și, respectiv, convergență, sub rezerva unor condiționalități: existența unui cadru robust de reglementare a sistemului financiar, a unui mediu instituțional calitativ, precum și a unui cadru macroeconomic stabil. Creșterea economică și, implicit, accelerarea procesului de convergență se produc pe fondul interacțiunii dintre sistemul financiar și acest ansamblu de condiționalități.

Prasad și Rajan (2008) au relevat faptul că relația dintre financiarizare și integrare economică este una bidirecțională, cu influențe mutuale. Astfel, nu doar dezvoltarea sistemului financiar conduce la o integrare mai accelerată, ci și procesul de integrare favorizează convergența, dar și nivelul calitativ al mediului instituțional, precum și stabilitatea macroeconomică.

Prezentul demers de cercetare a continuat analize recente inițiate de Holly și Raissi (2009), Painceira (2009), Becker et al. (2010). Spre deosebire de studii anterioare, cercetarea prezentă a adus în prim-plan financiarizarea economiei din perspectiva corelației cu procesul de convergență în cadrul Uniunii Europene; perspectiva analitică este cantonată strict la procesul de convergență, axându-se în special pe contribuția sistemului financiar în ansamblul său la accelerarea acestui proces în țările

din Europa Centrală şi de Est. Pentru a conferi relevanță demersului de cercetare, analiza este desfăşurată comparativ cu zona euro, fiind urmărite diferențele existente în raport cu țările aspirante la moneda unică.

Analiza la nivelul sistemului financiar a fost dezvoltată atât la nivel global, concentrându-se pe sistemul financiar în ansamblul său, cât şi la nivelul țărilor, în funcție de componentele sistemului financiar din cadrul zonei euro şi din cadrul Europei Centrale şi de Est, respectiv sistemul bancar, piața titlurilor de capital, piața titlurilor obligatare şi piața monetară. În acest sens, cercetarea a evidențiat la nivel ideatic relația dintre cele două tipuri de procese, prezentând diferențiat interferențele dintre financiarizare şi convergența nominală şi reală. De asemenea, a fost dezvoltată o perspectivă empirică, concentrată pe impactul sistemului financiar în ansamblul său asupra economiei reale şi, implicit, asupra convergenței reale. Diferența dintre economia reală şi economia nominală a fost relevată prin prisma procesului de convergență reală, considerat de specialişti ca fiind mult mai relevant în raport cu convergența nominală, fiind urmărită cu precădere reacția celor două tipuri de economii - financiară şi reală - sub impulsurile lor reciproce.

4.3. Reflecții şi interpretări privind relația dintre financiarizare şi convergență

Procesul de financiarizare a economiei a căpătat o amploare deosebită în ultimele decenii la nivel mondial. Fluxurile financiare s-au accentuat masiv, conducând în timp la structurarea unei noi economii, paralele cu cea reală, respectiv economia nominală. În cadrul Uniunii Europene, procesul de financiarizare capătă noi valențe, fiind corelat cu procesul de convergență. În esență, financiarizarea economiei a avut un rol deosebit asupra configurației Uniunii Europene, contribuind la reducerea disparităților între țările dezvoltate şi țările emergente. Astfel, sistemul financiar în ansamblul său poate fi asimilat unui facilitator al procesului de convergență economică, având rolul de a genera şi de a propulsa creşterea economică prin multidimensionalitatea sa în economie. În fig. 4.1, putem remarca faptul că sistemul financiar îndeplineşte o serie de funcții vitale în economie, pe care le susține prin intermediul fluxurilor financiare.

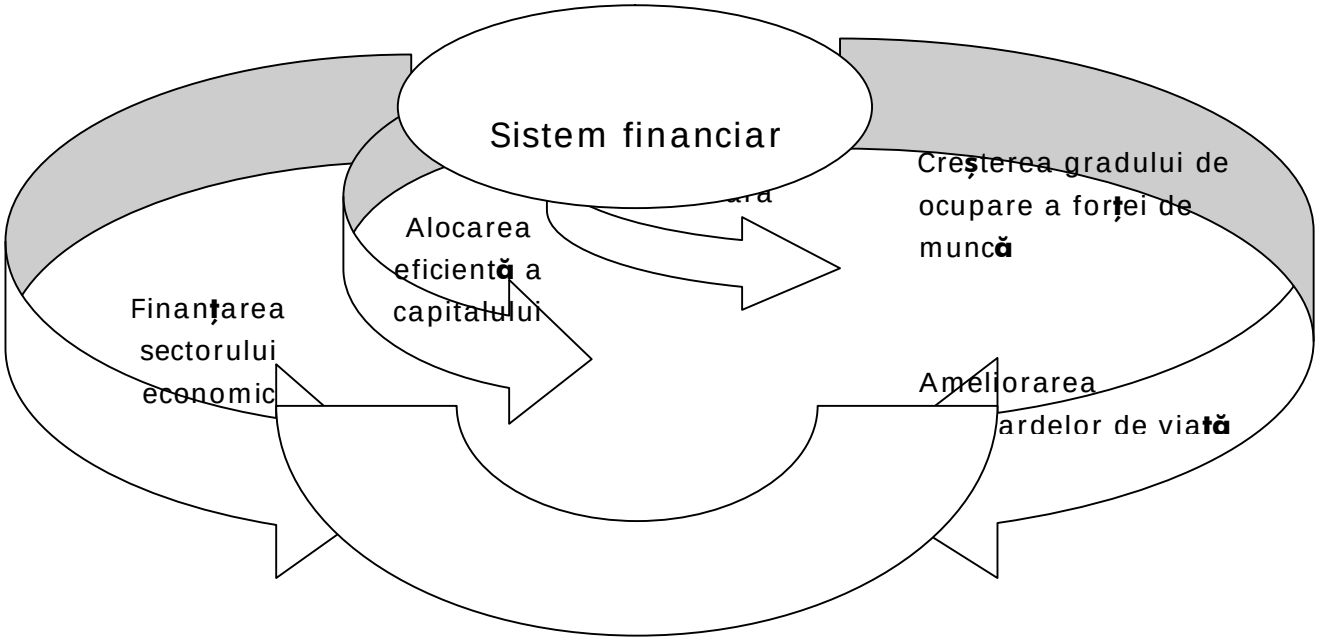


Fig. 4.1. Contribuția sistemului financiar la procesul de convergență

Având la bază finanțarea sectorului economic prin furnizarea resurselor financiare necesare, sistemul financiar deține un rol important şi în alocarea eficientă a capitalului, axată, la rândul său, pe îndeplinirea funcției de intermediere financiară. În timp, mixul de roluri are un impact favorabil asupra dezvoltării economiei în ansamblu, luând în considerare efectele indirecte pe care le determină sub forma creşterii gradului de ocupare a forței de muncă şi, ulterior, ameliorarea standardelor de viață. Toate aceste aspecte favorabile se repercutează asupra economiei reale şi, implicit, asupra procesului de convergență, sistemul financiar devenind astfel un vector de accelerare a convergenței.

Pe de altă parte, amploarea deosebită a sectorului financiar nu este eminamente pozitivă, implicând şi anumite aspecte nefavorabile. Creşterea disparată a fluxurilor nominale în raport cu cele reale determină o tendință de fragilizare a sistemului financiar, luând în considerare faptul că dimensiunea financiară se dezvoltă într-o totală decorelare cu cea reală; în cazul apariției unor perioade de turbulență, economia financiară este puternic afectată, nefiind susținută proporțional de fundamente reale, ceea ce conduce la creşterea volatilității şi amplificarea riscului sistemic. În cazul acestor perioade de dezechilibru macrofinanciar, efectele nefavorabile se propagă cu o rapiditate uimitoare în planul economiei reale, conducând la recesiune. Sunt bine cunoscute efectele recentei crize de origine financiară în cadrul economiei reale; de altfel, numeroase cercetări au evidențiat cauza de natură financiară în majoritatea crizelor, ceea ce a determinat apariția unor dezechilibre masive la nivel macroeconomic (Chang şi Velasco (2001), Goodhart şi Persaud (2008)).

Creşterea economică accelerată înregistrată în țările din Europa Centrală şi de Est în ultimii 10 ani a fost favorizată de amploarea fără precedent a fluxurilor financiare, care, mai ales prin canalul creditului, au susținut supraîncălzirea economiei, generând în esență o creştere artificială.

Pe de altă parte, în faza de expansiune a ciclului economic din această perioadă, în țările din regiune, sistemul financiar nu a îndeplinit o alocare eficientă a resurselor, determinând reale distorsiuni din acest punct de vedere; astfel, resursele financiare au fost alocate predominant spre consum, şi nu către investiții, conducând la o creştere nesustenabilă.

Nonviabilitatea creşterii economice din aceste țări a fost demonstrată în perioada crizei financiare, când, pe fondul turbulențelor financiare, fenomenul de ,,*hard landing*'' a fost predominant. În acest context, deşi într-o primă etapă amploarea deosebită a creditului a generat intensificarea

procesului de reducere a decalajelor în raport cu țările dezvoltate (*catching up*) și, implicit, a convergenței în cadrul acestor țări, ulterior consecințele au fost negative, plasând Europa Centrală și de Est într-o lumină nefavorabilă în percepția investitorilor; pe fondul aversiunii la risc, fluxurile de capital străine au fost retrase masiv, determinând deprecieri semnificative ale cursului de schimb. Este interesant faptul că, deși sectorul financiar din aceste țări nu a fost suficient de sofisticat pentru a fi expus la instrumentele structurate generatoare de active toxice, ceea ce a determinat inițial o opinie clară referitoare la imposibilitatea ca aceste țări să fie afectate de criză, luând în considerare originea sa financiară, ulterior fenomenul de contagiune s-a resimțit din plin. Dată fiind prima de risc de țară mai ridicată pentru această regiune, investitorii au reacționat pe măsură, odată declanșate turbulențele financiare, determinând, prin retragerile lor agresive, creșterea nivelului de risc aferent acestor țări.

Pe fondul volatilității macroeconomice din ce în ce mai accentuate, s-a produs fenomenul de contagiune în lanț, economia reală înregistrând dezechilibre semnificative. Piața imobiliară și ulterior alte sectoare colaterale (ex., sectorul construcțiilor, al retail-ului) au cunoscut prăbușiri importante, dată fiind contagiunea în lanț.

În acest context, procesul de convergență a fost puternic afectat; anumite progrese înregistrate anterior tind să se atenueze, determinând un regres important. Analizând în detaliu relația dintre sistemul financiar și procesul de convergență, putem aprecia că latura pozitivă a acestei relații nu este universal valabilă. Deși, la nivel general, sistemul financiar poate fi perceput ca un vector al procesului de convergență, în unele situații, acesta poate crea distorsiuni în planul convergenței. În plus, relația dintre cele două procese - financiarizare versus convergență - trebuie analizată în contextul diferențierii procesului de convergență pe cele două dimensiuni - nominală și reală.

Complexitatea relației dintre cele două variabile - financiarizare și convergență - conferă dificultate unui eventual demers de emitere a unei concluzii tranșante, care să reflecte o relație univocă. Globalizarea financiară și direcționarea masivă a fluxurilor financiare către țările emergente au efecte multiple asupra cursului valutar; în perioadele de expansiune economică, fluxurile financiare sunt orientate predominant către aceste țări, determinând aprecierea cursului valutar, pentru ca, în perioadele de declin, retragerile masive să genereze depreciere. În acest mod, cursul

valutar este marcat de o volatilitate accentuată, care periclitează capacitatea de îndeplinire a criteriului de convergență privind stabilitatea cursului valutar. În plus, comportamentul speculativ este încurajat.

Sofisticarea sistemului financiar prin creşterea volumului titlurilor negociabile poate favoriza diminuarea presiunilor inflaționiste prin absorbția lichidității de pe piață, mai ales în contextul unor randamente atractive, dar acest proces trebuie să fie corelat cu economia reală. Accentuarea diferențialului dintre agregatul monetar M3 şi M2 poate fi benefică pentru procesul de convergență doar dacă se produce pe fondul diminuării agregatului M1, conducând la absorbția excesului de numerar şi reducerea inflației. În caz contrar, prin creşterea simultană atât a agregatului M3, cât şi a agregatului M1, se favorizează intensificarea procesului inflaționist. Totuşi, amploarea M3 în contextul practicării unor randamente atractive poate conduce la creşterea ratei dobânzii pe termen lung, încălcând criteriul de convergență corespunzător.

Putem aprecia că, pe fondul îndeplinirii unor condiționalități, sistemul financiar este susceptibil să favorizeze într-o anumită măsură convergența nominală, iar în cadrul acesteia, mai ales convergența financiară. Cu toate acestea, convergența financiară se poate afla în contradicție cu cea fiscal-bugetară, creând distorsiuni la nivel global. Creşterea agregatului monetar M3 în contextul efervescenței titlurilor negociabile pe termen lung poate conduce la intensificarea emisiunilor obligatare, cu efecte nefavorabile asupra deficitelor bugetare şi asupra creşterii gradului de îndatorare, influențând negativ criteriile de convergență fiscal-bugetară. În legătură cu nuanțarea relației dintre procesul de financiarizare şi convergența reală, în lumina dezechilibrelor recent manifestate la nivel global, putem aprecia că, pe fondul decuplării de economia reală şi al amplorii deosebite căpătate de fluxurile financiare, sistemul financiar poate manifesta un impact nefavorabil asupra convergenței reale.

4.4. Analiza sistemului financiar în cadrul Uniunii Europene

Analiza sistemului financiar din cadrul Uniunii Europene este relevantă în contextul particularizării demersului analitic în funcție de nivelul de dezvoltare economică, precum şi de stadiul convergenței economice.

Apartenența la zona euro poate fi concepută sub forma unui filtru în raport cu care se pot constitui niveluri variate de eşantionare a țărilor caracterizate printr-o consistență a particularităților de ordin macroeconomic, reflectate în grade diferite de îndeplinire a criteriilor de convergență.

În tabelul 4.1 este reflectată evoluția raportului dintre sistemul financiar şi PIB-ul la nivelul zonei euro şi al unor țări din Europa Centrală şi de Est. Pentru a obține o imagine pertinentă asupra sistemului financiar, sunt însumate fluxurile aferente pieței titlurilor de capital, pieței obligatare, pieței monetare şi sistemului bancar. Se remarcă faptul că există un decalaj notabil între zona euro şi Europa Centrală şi de Est în privința acestui indicator. În zona euro, nivelul acestui indicator a fost de 1584% în anul 2001 şi de 2287% în anul 2011, iar în cazul țărilor din Europa Centrală şi de Est, nivelul a fost mai mic.

Tabelul 4.1

Raportul dintre sistemul financiar şi PIB în zona euro şi în țările din Europa Centrală şi de Est

(%)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Zona euro	1583,71	1438,01	1261,53	1194,93	1302,45	1432,53	1662,07	1874,79	1685,12	1813,60	2287,23
Bulgaria	49,54	51,32	43,18	55,73	69,53	88,39	115,53	140,26	103,52	91,24	95,27
Cehia	85,10	76,31	71,03	75,45	85,45	93,52	96,21	107,92	88,96	98,65	97,82
Letonia	31,47	34,93	35,21	42,96	46,98	59,87	47,47	48,88	52,62	53,57	54,49
Lituania	54,41	47,25	46,84	53,60	62,29	74,89	76,54	69,43	48,30	60,74	66,57
Ungaria	80,45	70,65	62,07	63,59	74,77	84,48	95,44	88,47	69,79	89,63	87,73
Polonia	247,67	226,34	254,18	278,65	279,88	311,42	348,11	350,32	291,17	349,57	372,00
România	31,62	33,37	34,68	34,06	41,65	47,28	53,28	49,60	38,49	48,26	49,59

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Dintre țările din Europa Centrală şi de Est, cea mai ridicată valoare a indicatorului se înregistrează în Polonia (248% în PIB în anul 2001 şi, respectiv, 372% în anul 2011), iar cea mai scăzută valoare se înregistrează în România (32% în 2001 şi 50% în 2011).

În privința ritmului de creştere, se remarcă aceeaşi discrepanță între zona euro şi țările din Europa Centrală şi de Est; în timp ce, în cadrul zonei euro, raportul menționat aproape s-a dublat pe parcursul ultimilor zece ani, în țările respective dinamica sistemului financiar a fost mult mai lentă.

Această decelerare a ritmului de creştere este în contradicție cu teoriile privind fenomenul de *catching up* specific țărilor emergente, care aduc în prim-

plan ritmuri de creştere economică susținută, superioare celor înregistrate în țările dezvoltate, cu efecte pozitive asupra procesului de convergență.

În tabelele 4.2 şi 4.3 este ilustrată dinamica sistemului financiar în raport cu dinamica PIB-ului real, ceea ce evidențiază ritmurile de creştere diferite ale celor două variabile.

Tabelul 4.2

Variația relativă a PIB-ului în cadrul Uniunii Europene (%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Zona euro	5,25	6,52	3,48	2,98	4,04	3,64	4,98	5,63	2,69	-2,46
Bulgaria	12,92	10,81	9,48	7,91	10,96	14,07	13,85	16,22	15,14	-1,40
Cehia	12,28	15,87	1,15	9,07	13,51	13,48	11,99	16,14	-7,25	6,40
Letonia	9,70	6,35	0,67	12,01	16,43	62,24	9,12	-19,53	-3,07	4,67
Lituania	9,69	10,86	9,60	10,07	14,94	14,89	19,18	12,99	-17,90	3,39
Ungaria	16,04	18,89	4,73	11,39	7,05	1,38	12,19	5,59	-12,63	5,92
Polonia	9,58	-5,26	-9,18	20,82	14,59	11,47	16,52	2,43	-4,00	11,86
România	11,58	7,18	8,15	16,14	30,69	22,49	27,60	12,06	-15,96	3,82

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Dacă în cazul țărilor din Europa Centrală şi de Est ritmul de creştere al PIB este accelerat pe parcursul celor zece ani, fiind în multe cazuri peste 10%, în cazul zonei euro valoarea maximă atinsă este de 7% în anul 2003; declanşarea turbulențelor financiare a determinat o scădere a PIB-ului real de 2,5% în anul 2011 în zona euro, în timp ce în țările emergente scăderea este mai redusă.

Tabelul 4.3

Variația relativă a sistemului financiar în cadrul Uniunii Europene (%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Zona euro	-4,44	-6,55	-1,98	12,24	14,43	20,25	18,41	-5,05	10,52	23,01
Bulgaria	16,97	-6,76	41,30	34,64	41,07	49,08	38,23	-14,22	1,48	2,95
Cehia	0,68	7,85	7,45	23,51	24,24	16,74	25,62	-4,27	2,86	5,51
Letonia	21,77	7,19	22,86	22,49	48,37	28,63	12,38	-13,38	-1,31	6,45
Lituania	-4,74	9,91	25,42	27,90	38,19	17,43	8,11	-21,41	3,24	13,32
Ungaria	1,90	4,46	7,30	30,96	20,96	14,53	4,00	-16,71	12,21	3,68
Polonia	0,14	6,40	-0,44	21,36	27,50	24,61	17,26	-14,86	15,26	19,03
România	17,72	11,41	6,22	42,03	48,34	38,02	18,79	-13,04	5,37	6,68

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Aceste aspecte confirmă în mare parte teoriile privind fenomenul *catching up*, respectiv înregistrarea unor ritmuri de creştere susținută în cazul țărilor din Europa Centrală şi de Est în raport cu țările din zona euro, ceea ce nu este valabil în cazul dinamicii sistemului financiar.

Această situație reflectă dificultatea cu care se realizează evoluția sistemului financiar, necesitând antrenarea unor resurse importante, precum şi restructurări fundamentale în infrastructura macroeconomică, susceptibilă să susțină expansiunea sistemului financiar.

Absența unor instrumente financiare sofisticate şi menținerea unui sistem financiar clasic, bazat predominant pe intermedierea financiară, au condus în timp la o insuficientă financiarizare a economiei în Europa Centrală şi de Est, cu efecte negative în planul convergenței reale.

Pe de altă parte, turbulențele financiare nu au afectat sistemul bancar în aceeaşi măsură ca în cazul zonei euro, acesta din urmă fiind protejat de dezechilibre macrofinanciare ample. Conform ultimelor rapoarte de stabilitate financiară ale băncilor centrale din regiune, gradul de solvabilitate al sistemului bancar în țările din Europa Centrală şi de Est este unul important, fiind în medie peste 10%.[16] În privința corelării economiei financiare cu economia reală, se remarcă faptul că, atât la nivelul zonei euro, cât şi la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est, ritmul de creştere al PIB a fost inferior ritmului de creştere a sistemului financiar în ansamblu, reflectând decorelarea importantă dintre cele două categorii de economii - nominală versus reală. În zona euro, economia reală a crescut în medie cu 5% pe parcursul ultimilor 10 ani, în timp ce sistemul financiar a înregistrat creşteri de peste 20%.

Tabelul 4.4

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul zonei euro

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Sistemul bancar	4,03	4,43	5,42	6,10	5,65	5,53	5,03	4,69	5,38	4,97	4,13
Piața monetară	0,48	0,63	0,23	1,02	1,10	0,86	0,79	0,79	0,88	0,66	0,54
Piața titlurilor de capital	70,60	62,01	53,26	44,92	46,81	48,73	50,68	50,56	39,15	26,75	25,23
Piața titlurilor obligatare	24,89	32,92	41,09	47,95	46,45	44,87	43,50	43,96	54,59	67,62	70,09

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

[16] Conform reglementărilor în domeniul Basel II, nivelul de solvabilitate impus sistemului bancar este de minimum 8%.

În cazul țărilor din Europa Centrală şi de Est, în perioada 2001-2004, nu s-au înregistrat discrepanțe semnificative între ritmurile de creştere ale celor două tipuri de economii - reală şi nominală -, fiind practic începutul revigorării masive a sistemului economic sub impactul aderării la UE. Decantarea componentelor sistemului financiar în cadrul zonei euro, precum şi în Europa Centrală şi de Est permite realizarea unei analize relevante din perspectiva evidențierii particularităților la nivelul dinamicii procesului de financiarizare, cu efecte în planul convergenței reale şi nominale. În zona euro, în tabelul 4.4, se remarcă faptul că sistemul bancar deține o pondere nesemnificativă în cadrul sistemului financiar, situată în medie la un nivel de 4%; interesant este faptul că declanşarea turbulențelor financiare nu a avut un impact notoriu asupra ponderii activelor bancare, acestea menținându-se la un nivel stabil.

Fluctuația s-a înregistrat în decursul perioadei 2001-2004, când activele bancare totalizau aproximativ 6%, pentru ca în 2011 acestea să atingă valoarea de 4,13%.

O altă componentă nesemnificativă ca importanță în cadrul sistemului financiar este reprezentată de piața monetară, constituită din titluri negociabile, acestea situându-se în medie la un nivel de 1%. Ponderea semnificativă este deținută de piața titlurilor de capital, precum şi de piața titlurilor obligatare, ambele incluzând în valoarea totală şi produsele derivate[17].

În zona euro, piața titlurilor de capital este predominantă, atingând un nivel mediu de aproximativ 50% în totalul fluxurilor financiare pe parcursul perioadei analizate.

Aceleaşi considerații privind dinamica în ansamblu se pot aplica şi la nivelul pieței titlurilor obligatare, care dețin o pondere medie de aproximativ 40% în cadrul perioadei analizate. Este deosebit de interesant faptul că traiectoria titlurilor obligatare este retroversă în raport cu cea a titlurilor de capital; în timp ce titlurile de capital scad ca pondere în sistemul financiar de la 71% în anul 2001 la 25% în anul 2011, titlurile obligatare cresc semnificativ, înregistrând aproximtaiv aceleaşi valori, dar în sens invers (25% în anul 2001 şi, respectiv, 70% în anul 2011).

Această inversare a traiectoriei evolutive poate fi explicată prin prisma prăbuşirii pieței titlurilor de capital sub impactul turbulențelor financiare, care a determinat scăderea capitalizării bursiere. În esență, fluxurile totale în

[17] Datele utilizate pentru derularea analizei au fost preluate majoritar de pe site-ul Băncii Centrale Europene (www.ecb.org.com), secțiunea statistică; în această bază de date, valoarea fluxurilor financiare corespunzătoare pieței titlurilor de capital şi pieței obligatare include şi produsele derivate în mod automat.

cadrul sistemului financiar au căpătat o amplitudine mai mare în decursul ultimilor ani; aparent, criza recentă ar fi putut genera o implozie a sistemului financiar, cunoscută fiind originea sa financiară, dar în tabelul 4.4 putem remarca faptul că, pe fondul turbulențelor masive din perioada 2008-2011, ponderea sistemului financiar în PIB a crescut în medie cu 20%-30%.

Singurul an din ultima perioadă în care ponderea s-a redus este 2009, când sistemul financiar a scăzut cu 5%, pe fondul colapsului Lehman Brothers.

O altă explicație poate consta în abundența emisiunilor obligatare determinate de necesitățile de finanțare crescute atât în plan macroeconomic, apărute ca urmare a acumulării unor deficite bugetare semnificative, cât şi în plan microeconomic, la nivelul sectorului corporativ, care s-a confruntat frecvent cu crize de lichiditate severe, precum şi cu destabilizări masive la nivelul solvabilității. În plus, în contextul aversiunii la risc, investitorii s-au concentrat în special către instrumente financiare cu un nivel de certitudine mai ridicat, respectiv titlurile obligatare, în detrimentul acțiunilor.

Tabelul 4.5

Ponderea componentelor sistemului financiar în Bulgaria

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Sistemul bancar	120,17	109,68	122,11	92,74	74,74	71,58	60,94	57,88	73,33	75,34	77,84
Piața monetară	-22,74	-18,05	-32,76	-8,43	6,88	0,07	0,08	0,07	0,21	0,15	0,11
Piața titlurilor de capital	2,36	7,94	10,48	14,70	16,14	23,92	29,14	39,91	20,00	18,66	16,63
Piața titlurilor obligatare	0,21	0,43	0,18	0,99	2,24	4,43	9,84	2,14	6,45	5,85	5,42

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Această migrație a înclinației investitorilor de la piața titlurilor de capital către piața obligatară nu are efecte neapărat benefice în planul convergenței reale; o investiție în titluri de capital implică o acumulare de capital fix, reprezentând o creanță asupra activelor corporale ale întreprinderii şi conducând către o creştere a economiei reale, reflectată în bunuri şi servicii. În opoziție, o investiție în titluri obligatare acordă suport pentru acumulările activelor financiare şi, implicit, pentru economia financiară, susținând în timp antagonia nominal-real, respectiv generarea unei creşteri artificiale, de sorginte financiară.

Emisiunile obligatare pot contribui şi la accentuarea comportamentelor de hazard moral, influențând îndatorarea excesivă. Spre deosebire de zona euro, țările din Europa Centrală şi de Est se remarcă printr-o predominanță a sistemului bancar în cadrul fluxurilor financiare; în Bulgaria (a se vedea tabelul 4.5), ponderea medie deținută de sistemul bancar este de 70% în perioada analizată, cu valori extrem de ridicate în anul 2001 (120% în anul 2001, 93% în 2004, 75% în 2010 şi 78% în 2011).

Similar Bulgariei, Cehia, Letonia şi Lituania dețin în medie active bancare de 70% în cadrul sistemului financiar global, evidențiind astfel un sistem financiar axat pe intermedierea financiară clasică (a se vedea tabelele 4.6-4.8).

Tabelul 4.6

Ponderea componentelor sistemului financiar în Cehia

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Sistemul bancar	76,43	79,71	78,59	76,38	66,26	64,26	66,01	63,10	74,47	73,97	75,69
Piața monetară	0,00	0,00	0,01	0,01	0,05	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Piața titlurilor de capital	23,39	20,12	19,95	22,92	28,74	33,16	31,73	34,86	23,46	24,30	22,77
Piața titlurilor obligatare	23,39	20,12	19,95	22,92	28,74	33,16	31,73	34,86	23,46	24,30	22,77

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Piața monetară este slab dezvoltată, acest lucru fiind explicat şi prin prisma faptului că în multe țări agregatul M3 a fost introdus după anul 2004.

Singurele țări în care piața monetară deține în 2011 o pondere de peste 1% din sistemul financiar sunt România (1,24%), Letonia (1,41%) şi Ungaria (8,89%) (a se vedea tabelele 4.9-4.11).

Tabelul 4.7

Ponderea componentelor sistemului financiar în Letonia

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Sistemul bancar	97,26	86,02	85,98	77,00	74,46	72,01	78,04	79,59	86,31	84,88	88,65
Piața monetară	-22,45	-12,29	-5,73	0,12	2,38	0,36	0,72	0,81	1,06	1,13	1,41
Piața titlurilor de capital	24,92	26,21	19,70	21,05	23,16	27,50	20,46	18,81	11,86	13,55	9,10
Piața titlurilor obligatare	0,26	0,07	0,06	1,83	0,00	0,14	0,77	0,80	0,77	0,44	0,83

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Tabelul 4.8

Ponderea componentelor sistemului financiar în Lituania

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sistemul bancar	56,43	62,36	60,99	54,28	51,65	54,64	56,53	63,45	80,44	78,49	75,76
Piața monetară	17,82	18,71	17,02	13,57	6,07	0,67	0,83	1,11	1,39	0,98	0,62
Piața titlurilor de capital	21,98	15,94	19,29	31,24	42,02	44,39	42,11	34,73	16,73	20,00	23,13
Piața titlurilor obligatare	3,77	3,00	2,70	0,90	0,26	0,30	0,53	0,71	1,44	0,53	0,49

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene și Eurostat.

În privința pieței titlurilor de capital, se disting țări cu o piață de capital care a înregistrat o evoluție permanentă pe parcursul perioadei 2001-2008, aceasta ridicându-se la o pondere de aproximativ 30% din sistemul financiar (Cehia, Lituania, Ungaria 35%, România 34%) sau chiar peste 30% (Bulgaria, Polonia); Letonia este singura țară care prezintă o pondere a pieței titlurilor de capital de sub 30% în PIB în anul 2008 (19%).

Tabelul 4.9

Ponderea componentelor sistemului financiar în Ungaria

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sistemul bancar	48,19	49,63	48,06	54,66	46,31	49,34	46,24	48,00	58,62	55,72	52,38
Piața monetară	10,54	10,53	11,31	7,81	6,86	1,41	1,35	1,07	0,53	0,43	1,24
Piața titlurilor de capital	25,44	22,24	19,43	21,14	30,69	36,65	42,06	44,55	23,34	31,77	34,19
Piața titlurilor obligatare	15,83	17,61	21,20	16,40	16,14	12,60	10,34	6,38	17,51	12,08	12,82

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene și Eurostat.

Odată cu declanșarea turbulențelor financiare în anul 2009, piața titlurilor de capital a înregistrat reduceri la nivelul tuturor țărilor din Europa Centrală și de Est (Bulgaria 20%, Cehia 24%, Lituania 20%, Ungaria 18%, Polonia 23%, România 20%); cea mai drastică scădere s-a resimțit în Letonia (9,5%).

Tabelul 4.10

Ponderea componentelor sistemului financiar în România

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sistem bancar	55,61	59,32	63,60	69,16	58,52	56,30	55,21	57,20	71,98	63,76	59,81
Piața monetară	12,09	11,86	6,81	1,75	5,92	3,14	4,11	5,63	6,04	7,15	8,89
Piața titlurilor de capital	30,97	27,57	28,33	27,99	33,71	36,85	37,07	35,35	17,82	25,11	23,95
Piața titlurilor obligatare	1,33	1,25	1,25	1,11	1,85	3,71	3,60	1,82	4,16	3,97	7,35

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

Cu toate acestea, anii 2010 şi 2011 au marcat un reviriment în piața titlurilor de capital a țărilor din regiune, unele dintre acestea reînscriindu-se pe trendul de creștere (România, Polonia, Cehia) (a se vedea tabelul 4.11 pentru cazul Poloniei).

Referitor la piața obligatară, doar patru țări se remarcă printr-o pondere semnificativă a acesteia (Cehia 23% şi România 13%, Ungaria 7%, Bulgaria 6% în anul 2011), în timp ce, în cazul celorlalte state, ponderea este sub 1% (Lituania 0,5%, Letonia 0,83% în anul 2011).

Tabelul 4.11

Ponderea componentelor sistemului financiar în Polonia

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sistem bancar	116,68	111,01	104,98	108,89	78,63	62,10	62,74	66,29	80,28	78,22	77,46
Piața monetară	-23,34	-26,43	-26,69	-30,71	-15,15	0,38	0,24	0,03	0,19	0,67	1,24
Piața titlurilor de capital	3,04	8,32	14,08	15,05	31,71	35,67	36,75	33,68	19,53	21,10	21,29
Piața titlurilor obligatare	3,61	7,10	7,63	6,77	4,81	1,85	0,27	0,00	0,00	0,00	0,00

Sursă: Calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Centrale Europene şi Eurostat.

4.5. Corelația dintre economia financiară şi economia reală

Partea a doua a acestei axe de cercetare integrează aplicarea modelului vectorilor cu corecție de erori (VECM) la nivelul indicatorilor specifici economiei financiare şi reale. Modelul este aplicat la nivelul fiecărei țări din grupa NSM care nu fac parte din zona euro, sub forma:

$$\Delta X_t = \delta_0 + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \Gamma_2 \Delta X_{t-2} + \Gamma_3 \Delta X_{t-3} + \alpha\beta'' X_{t-1} + \varepsilon_t$$

unde:

$$X_t = ((PIB), (M2), (M3_M2), (STOCK_MK), (BOND))$$

PIB = produsul intern brut real;
M2 = agregatul monetar M2;
M3_M2 = diferența dintre agregatul monetar M3 şi agregatul monetar M2;
STOCK_MK = capitalizarea bursieră;
BOND = piața obligatară.

Aceste variabile sunt utilizate pentru a releva reacția economiei reale reflectată prin dinamica PIB-ului sub impulsul economiei financiare. Modelul vectorilor cu corecție de erori este concentrat pe doi parametri-cheie, cum ar fi α şi β. Matricea β'' reprezintă vectorul de cointegrare şi încorporează relațiile pe termen lung dintre variabilele endogene. Matricea α reflectă ajustarea dinamică a variabilelor endogene la abateri de la echilibrul pe termen lung reprezentat de $\beta\ "X$.

Granger (1981) a introdus conceptul de tehnici de cointegrare, care este util pentru rezolvarea dificultăților implicate de nonstaționaritate în cazul relațiilor pe termen lung. Modelul VECM se axează pe surprinderea reacțiilor resimțite de o serie de variabile sub impactul influențelor reciproce; avantajul acestui model constă în surprinderea simultană a acestor reacții produse simultan, sub impactul influențelor reciproce.

Modelul este oportun pentru această secțiune a cercetării prin prisma capacității sale de a capta influența mutuală a economiei nominale asupra economiei reale; având în vedere dependența semnificativă a fluxurilor economiei reale de dinamica economiei financiare, cercetarea vizează identificarea particularităților induse de impactul manifestat de variabilele financiare. Accentul este plasat asupra traiectoriei şi intensității acestui impact, mai ales pe identificarea, analiza şi explicarea unor eventuale fluctuații înregistrate în timp.

Metodologia de cointegrare impune ca toate variabilele să aibă acelaşi ordin de integrare, ceea ce determină necesitatea ca variabilele să fie supuse testului de staționaritate prin intermediul metodelor *Augmented Dickey Fuller* şi *Philips-Perron*. Ca urmare a aplicării acestor teste, a fost identificată nonstaționaritatea la nivelul variabilelor integrate în model, ceea ce evidențiază faptul că, în cazul statelor integrate recent în UE (NSM-10) care nu fac parte din zona euro, precum şi în cadrul zonei euro, şocurile se propagă cu o intensitate destul de ridicată, prezentând persistență în timp. Incapacitatea sistemelor economice din UE de a absorbi şocurile rapid implică un grad ridicat de instabilitate macroeconomică.

În tabelul 4.12 sunt prezentaţi sintetic factorii de impact care ilustrează relaţia de determinare reciprocă a celor două tipuri de economii.

Analiza este condusă la nivel tridimensional:

§ Iniţial sunt prezentaţi factorii de impact ai economiei financiare asupra economiei reale.
§ Ulterior sunt evidenţiaţi factorii de impact care decurg din economia reală asupra economiei financiare.
§ În final sunt urmărite relaţii de determinare între componentele economiei nominale.

Tabelul 4.12

Factorii de impact sub impulsul cărora reacţionează economia financiară şi economia reală

	VARIABILA RECEPTOR[18]	**FACTORUL DE IMPACT**
Zona euro	*Economia reală*	Piaţa titlurilor de capital Piaţa obligatară
	Economia financiară	Nu există un factor de impact semnificativ[19]
Bulgaria	*Economia reală*	Piaţa monetară
Cehia	*Economia reală*	Piaţa monetară Piaţa obligatară
Lituania	*Economia reală*	Piaţa monetară
Letonia	*Economia reală*	Piaţa obligatară
România	*Economia reală*	Piaţa titlurilor de capital
Ungaria	*Economia reală*	Piaţa titlurilor de capital

Sursă: Rezultatele calculelor proprii.

La nivelul zonei euro, economia reală reacţionează cel mai intens sub impactul pieţei obligatare, urmată de piaţa titlurilor de capital; reacţiile PIB-ului sub influenţa sistemului bancar sunt deosebit de slabe ca intensitate (a se vedea anexa nr. 4). Această concluzie confirmă aspectele evidenţiate în prima parte a studiului, respectiv ponderea importantă a celor două componente ale sistemului financiar în cadrul zonei euro şi, respectiv, gradul ridicat de sofisticare a sistemului financiar. În privinţa relaţiei de determinare a economiei financiare sub impactul economiei reale, putem

[18] Variabila care reacţionează sub impulsul factorului de impact, respectiv variabila care receptează influenţa factorului de impact.

[19] Aceeaşi relaţie este valabilă şi în cazul celorlalte ţări din Europa Centrală şi de Est, respectiv economia financiară nu reacţionează sub impulsul celei reale.

remarca absența acesteia, respectiv laturile sistemului financiar nu sunt impactate în mod semnificativ de dinamica economiei reale.

Astfel, în zona euro, vectorul de impact are originea în economia financiară, cea reală acționând doar sub forma unui receptor de influențe. În cazul Bulgariei, Cehiei și Lituaniei, piața monetară acționează ca un determinat al economiei reale, iar piața obligatară pentru Cehia și Letonia, în timp ce piața titlurilor de capital joacă același rol în cazul României și Ungariei, pentru cea din urmă într-o măsură mai redusă (a se vedea anexele nr. 4-11).

În privința reacției economiei nominale sub impulsul celei reale, putem remarca faptul că, la nivelul țărilor din regiune, nu există o astfel de reacție; ca și în cazul zonei euro, economia financiară nu este determinată în mod semnificativ de cea reală. Recentele turbulențe financiare au reflectat faptul că fluxurile financiare pot căpăta amploare disparat în raport cu economia reală; chiar dacă aceasta suferă o contracție, economia nominală se poate dezvolta în contextul valorificării intense a unei componente a sistemului financiar. De exemplu, emisiunile obligatare au susținut în mod semnificativ nevoia de finanțare resimțită pe fondul dezechilibrelor financiare, contribuind astfel la creşterea ponderii sistemului financiar în PIB.

Referitor la reacțiile componentelor sistemului financiar sub impulsurile lor reciproce, remarcăm, atât la nivelul zonei euro, cât și în Europa Centrală și de Est, o reacție a pieței monetare sub impulsul celei obligatare; în rest, deși prezumam inițial o reacție a pieței titlurilor de capital sub impactul celei obligatare, ca și în sens invers, de altfel, rezultatele statistice nu relevă determinări reciproce semnificative la nivelul componentelor sistemului financiar. Acest aspect poate fi interpretat prin prisma decorelării absolute a celor două componente în perioada actuală; în faza de expansiune a ciclului economic, piața titlurilor de capital s-a dezvoltat semnificativ, în detrimentul celei obligatare, în timp ce, în faza de declin economic, efectul a fost invers.

Cele mai semnificative reacții se produc sub impulsul reciproc al variabilelor specifice sistemului bancar (agregatul monetar M3 sub impulsul pieței monetare și invers), ceea ce nu este surprinzător, luând în considerare că agregatul monetar M3 include agregatul monetar M2. Acest aspect poate fi explicat în virtutea insuficientei dezvoltări a anumitor componente ale sistemului financiar în unele țări, ceea ce face imposibil un impuls semnificativ și o reacție proporțională.

În cazul Bulgariei, piața monetară scade sub impulsul pieței titlurilor de capital; aceasta din urmă reacționează subliminal sub impactul celei

obligatare, în acord cu tendința manifestată la nivel general. În Cehia, piața titlurilor de capital resimte o creştere sub impactul sistemului bancar, dar scade sub impactul celei obligatare. În Ungaria, piața monetară creşte sub impulsul pieței titlurilor de capital, dar scade sub impulsul celei obligatare, în timp ce, în Polonia şi România, se înregistrează un efect de scădere sub impactul ambelor piețe. Reacțiile pieței monetare sub impulsul celorlalte componente pot fi interpretate prin prisma faptului că piața monetară include titluri pe termen scurt care prezintă particularități similare cu cele ale piețelor pe care sunt tranzacționate titluri de capital sau titluri de creanță pe termen lung. În Letonia, se remarcă o uşoară reacție a pieței titlurilor de capital sub impactul celei obligatare, dar şi o scădere a pieței monetare atât sub impactul celei de capital, cât şi sub impactul celei obligatare. În Lituania, piața monetară scade sub impactul celei obligatare, iar sistemul bancar reacționează favorabil atât sub impactul pieței titlurilor de capital, cât şi sub impactul pieței obligatare. În Polonia, se remarcă absența unei relații de determinare între piața titlurilor de capital şi piața obligatară, în timp ce, în România, piața obligatară creşte uşor sub impactul pieței titlurilor de capital, iar relația inversă nu se validează.

5. Analiza procesului de financiarizare la nivelul Uniunii Europene prin prisma modelului Godley-Lavoie

Procesul de financiarizare constituie elementul central al economiei moderne, în care amplitudinea fluxurilor financiare a căpătat o dimensiune fără precedent, manifestând un impact important asupra economiei reale. Recentele turbulențe financiare au fost explicate chiar prin decalajul semnificativ între economia financiară şi economia reală, cea din urmă fiind devansată de tranzacții financiare bazate pe un efect de levier agresiv, care a permis multiplicarea excesivă a fluxurilor nominale în raport cu fluxurile reale.

Financiarizarea a apărut ca urmare a dereglementării accentuate a sistemului financiar-bancar, precum şi a liberalizării contului de capital, care a favorizat migrația fluxurilor de capital şi procesul de globalizare. Treptat, pe lângă sistemul bancar, au apărut noi piețe financiare, dominate de entități inovative - fonduri de investiții, vehicule investiționale care au susținut operațiuni de securitizare - şi produse financiare structurate. Amplitudinea sistemului financiar, reprezentând în esență fundamentul procesului de financiarizare, a marcat o nouă paradigmă economică, bazată pe acumularea realizată prin dimensiunea financiară.

Uniunea Europeană a fost marcată de procesul de financiarizare, acesta influențând într-un mod important convergența economică. De altfel, diferențele importante existente la nivelul dezvoltării economice între statele membre au fost accentuate de grade diferite de dezvoltare a sistemului financiar.

Prezentul studiu operaționalizează modelul Godley-Lavoie la nivelul Uniunii Europene, vizând ilustrarea ansamblului complex de relații între diferitele entități care se află în prim-planul sistemului economic. Accentul orientat asupra acestui model se explică prin caracterul său integrator, care permite vizualizarea dependențelor mutuale dintre menaje, administrații centrale, întreprinderi şi sistemul financiar. În acest mod, procesul de financiarizare nu mai este analizat doar prin prisma sistemului financiar şi, respectiv, a dinamicii acestuia, ci prin intermediul fluxurilor în virtutea cărora sunt relaționate diversele entități. Astfel, procesul de financiarizare este surprins în multitudinea interdependențelor care guvernează interacțiunea sa cu economia reală. În acest sens, se încearcă analiza modelului Godley-Lavoie din perspectiva variabilelor-cheie şi a interacțiunilor între acestea, vizând totodată aplicarea acestuia la nivelul Uniunii Europene, cu accent pe dinamica acestor variabile esențiale.

5.1. O prezentare sumară a modelului Godley-Lavoie

Modelul Godley-Lavoie aduce în prim-plan mixul dintre economia financiară şi economia reală, în lumina relațiilor complexe care se structurează între diferitele entități care activează în cadrul sistemului economic. Astfel, ideea de bază a modelului constă în migrația fluxurilor de la o entitate la alta, perspectiva fiind una dinamică. De altfel, modelul este centrat pe surprinderea acestor fluxuri în mod consecvent, rigorile de ordin formal fiind plasate într-un plan secund (Lavoie, 2008).

Conform modelului, în prim-planul sistemului economic există cinci actori principali: întreprinderi, menaje, bănci, administrații publice şi banca centrală. În tabelul 5.1, sunt reflectate fluxurile tranzacționale dintre aceste entități. Astfel, întreprinderile contractează resurse financiare externe pentru a finanța planurile de investiții; o parte din aceste resurse externe sunt atrase de la sistemul bancar, în timp ce o altă parte sunt atrase prin intermediul pieței de capital. Rata de acumulare a capitalului fix depinde de rata de utilizare a capacităților productive, ambele fiind influențate în mod semnificativ de rata dobânzii.

Băncile creditează menajele pe baza venitului net al acestora; consumul menajelor este un factor-cheie în determinarea sumelor avansate sub forma creditelor, întrucât acesta determină nivelul venitului net. De asemenea, sumele avansate sunt corelate negativ cu rata dobânzii de creditare.

Venitul disponibil (Y_D) al menajelor se exprimă sub forma venitului net obținut din salarii ($W*N_s$), din care sunt scăzute taxele (T_S):

$$Y_D = W * N_S - T_S \tag{1}$$

Rata dobânzii nominale pe termen scurt şi pe termen lung se află strict sub controlul băncii centrale, în timp ce emisiunile obligatare realizate de administrațiile centrale ori volumul de credite acordate de bănci se află în mod restrictiv doar sub impactul cererii. Nici administrațiile centrale, nici banca centrală nu exercită vreo influență asupra acestora.

Salariile reale depind de productivitate şi de nivelul de ocupare al forței de muncă; pe piața forței de muncă există un nivel-țintă predeterminat în privința salariului real, iar creşterea salariului nominal este condiționată de diferența dintre nivelul-țintă şi nivelul actual al salariului real.

Tabelul 5.1

Matricea fluxurilor tranzacționale evidențiate în cadrul modelului Godley-Lavoie

	MENAJE	**ÎNTREPRINDERI**	**ADMINISTRAȚII CENTRALE**	**BĂNCI CENTRALE**		∑
				Operații curente	**Operații de capital**	
Consum	-C	+C				0
Cheltuieli guvernamentale		+G	-G			0
PIB	+Y	-Y				0
Plăți aferente dobânzilor	$r_{-1}*B_{h-1}$		$-r_{-1}*B_{h-1}$	$+ r_{-1}*B_{cb-1}$		0
Venitul băncilor centrale			$+r_{-1}*B_{h-1}$	$-r_{-1}*B_{cb-1}$		0
Taxe	-T		+T			0
Variația masei monetare	-ΔH				+ΔH	0
Variația titlurilor de creanță	$-\Delta B_h$		$+\Delta B_h$		$-\Delta B_{cb}$	0
∑	0	0	0	0	0	0

Sursă: Godley, W.; Lavoie, M., *Monetary Economics*, Palgrave-Macmillan, 2006.

Consumul menajelor depinde de venitul disponibil (Y_D) şi de ponderea corespunzătoare a consumului în venitul disponibil (α_1), de bunăstarea acumulată în trecut (H_{h-1}), precum şi de ponderea consumului în aceasta (α_2):

$$C = \alpha_1 * Y_D + \alpha_2 * H_{h-1} \tag{2}$$

Cheltuielile guvernamentale care nu sunt acoperite prin politica fiscală necesită finanțare prin intermediul emisiunii obligatare:

$$\Delta H_S = H_S - H_{S-1} = G_d - T_d \tag{3}$$

Prin agregarea expresiilor anterioare, se poate reflecta PIB-ul sub forma:

$$Y = C + G = (\alpha_1 * (Y * (1 - \phi))) + G \tag{4}$$

unde:

Y = PIB-ul;
C = consumul menajelor;
G = cheltuieli guvernamentale;
α_1 = ponderea corespunzătoare a consumului în venitul disponibil;

φ = rata fiscalității;
H_S = economii atrase în vederea finanțării cheltuielilor guvernamentale;
T_d = taxe.

Fiecare entitate care activează în cadrul sistemului economic deține un amortizor destinat unei eventuale absorbții a şocurilor manifestate în economie. În cazul întreprinderilor, amortizorul se regăseşte sub forma stocurilor şi a împrumuturilor bancare contractate, iar în cazul menajelor, acesta este reprezentat de depozitele constituite. Pentru sectorul administrațiilor publice, al băncii centrale şi al băncilor comerciale, amortizorul se reflectă în obligațiunile deținute de acestea, aspect interesant mai ales în situația celor din urmă. Autorii modelului au explicat acest aspect prin prisma faptului că depozitele şi creditele acordate de acestea sunt dependente primordial de nivelul cererii.

Modelul Godley-Lavoie prezintă anumite limitări determinate de ipotezele asumate. Astfel, cadrul economic este prezumat a fi unul închis, eventualele relații cu sistemul financiar internațional fiind ignorate. De asemenea, eventualele deținere de active financiare ale întreprinderilor nu sunt suficient valorificate. Modelul admite emisiuni ale companiilor pe piața de capital, dar perspectiva este orientată preponderent către activitatea de finanțare, cea investițională fiind neglijată.

5.2. Impactul interacțiunilor dintre menaje, întreprinderi, sistemul financiar-bancar şi administrațiile publice asupra procesului de financiarizare, în lumina modelului Godley-Lavoie. Analiză la nivelul Uniunii Europene

Interacțiunea dintre piața financiar-bancară, administrațiile publice, menaje şi întreprinderi, cu relevarea fluxurilor aferente tranzacțiilor dintre acestea, deține un rol esențial în abordarea propusă de Godley-Lavoie. Metodologia utilizată în acest sens a implicat analiza unor variabile relevante pentru ilustrarea fluxurilor tranzacționale reprezentate în tabelul 5.1, variabile semnificative prin natura lor integratoare, care relevă multiple fațete ale economiei reale şi ale sistemului financiar. Astfel, acestea evidențiază dinamica interacțiunii dintre entitățile respective, având în prim-plan implicațiile asupra procesului de financiarizare la nivelul Uniunii Europene.

Indicatorii utilizați în analiză au fost preluați de pe site-ul Eurostat, fiind urmăriți în dinamică, pe bază anuală, de-a lungul perioadei 2000-2011. Gruparea indicatorilor vizează relevarea fluxurilor tranzacționale în funcție de

caracteristicile interacțiunilor dintre entitățile care derulează fluxurile tranzacționale multivalente, ilustrate în tabelul 5.1. Un prim ansamblu de variabile asupra cărora modelul se concentrează este reprezentat de rata de economisire, rata de creditare și randamentul aferent titlurilor obligatare emise de administrații centrale. În anexa nr. 12 este prezentată grafic dinamica acestor variabile la nivelul Uniunii Europene, având în prim-plan perspectiva comparativă dintre zona euro și țările din Europa Centrală și de Est.

La nivelul zonei euro, se remarcă similaritatea dinamicii înregistrate de rata de economisire și randamentul aferent titlurilor obligatare guvernamentale de-a lungul întregii perioade analizate. În cazul țărilor din Europa Centrală și de Est, similaritatea este prezentă temporar, în cadrul unor subperioade de timp. De exemplu, în situația Bulgariei, similaritatea este prezentă în decursul anilor 2001-2005 și 2010-2011, iar în situația Letoniei, în anii 2004-2007. Cehia prezintă aceeași similaritate ca și zona euro în cazul dinamicii celor două variabile. Rata de creditare se situează la un nivel superior ca dinamică a ratei de economisire în cazul zonei euro pentru prima parte a perioadei analizate, pentru ca ulterior să fie surclasată de randamentul obligatar.

Cu excepția Bulgariei, în cazul tuturor celorlalte țări din Europa Centrală și de Est, rata de creditare se menține la un nivel superior ca dinamică față de rata de economisire. Declanșarea crizei financiare a determinat creșterea randamentului obligatar, acesta surclasând atât rata de economisire, cât și rata de creditare. De altfel, cu excepția Cehiei, în cazul tuturor celorlalte țări din Europa Centrală și de Est, dinamica randamentului obligatar este superioară ratei de economisire și ratei de creditare, reflectând prima de risc de țară semnificativă. În cazul zonei euro, randamentul obligatar urmează această dinamică doar în ultima parte a perioadei analizate, când, sub impactul turbulențelor financiare, a fost declanșată criza datoriilor suverane care a atras necesitatea de finanțare și, implicit, creșterea randamentelor obligatare.

Conform modelului Godley-Lavoie (2007, 2008), întreprinderile pot influența în mod semnificativ procesul de financiarizare a economiei, prin intermediul emisiunilor realizate pe piețele de capital. O analiză comparativă a ponderii deținute de capitalizarea bursieră în PIB în raport cu dinamica indicilor piețelor de capital evidențiază politica de finanțare a investițiilor în rândul companiilor; astfel, o apreciere accelerată a prețurilor titlurilor de capital reflectată într-o dinamică pozitivă a indicelui, în opoziție cu scăderea capitalizării bursiere, poate indica o reducere a emisiunilor pe piața de capital și o concentrare predominantă către reinvestirea profitului,

ceea ce favorizează autofinanţarea investiţiilor. În timp, alocarea unor resurse interne importante pentru a susține politica investițională determină creşterea costurilor interne, cu implicații ulterioare asupra presiunilor inflaționiste.

Treptat, procesul inflaționist erodează creşterea economică, afectând bunăstarea la nivel global. Fenomenul descris de modelul Godley-Lavoie (2007a) se reflectă în evoluția variabilelor surprinse în graficele prezentate în anexa nr. 13. Astfel, în cazul tuturor ţărilor analizate, se remarcă diminuarea capitalizării bursiere în raport cu dinamica valorii de piață a acțiunilor, relevând eventuala reducere a emisiunilor de acțiuni şi, implicit, reinvestirea profiturilor obținute în vederea finanțării programelor investiționale.

Cea mai semnificativă discrepanță între aprecierea valorii de piață a titlurilor de capital şi capitalizarea bursieră se remarcă în cazul zonei euro, precum şi în cazul Poloniei. Celelalte țări (Cehia, țările baltice) prezintă o diferență mai redusă între cele două variabile, reflectând fie emisiuni de titluri de capital, fie aprecieri semnificative ale valorii de piață a acestora.

Această dinamică reliefează totodată expectațiile optimiste care au dominat piețele financiare din Uniunea Europeană, în special în a doua parte a perioadei analizate, ceea ce a condus la aprecierea importantă a valorii de piață a titlurilor de capital.

Presiunile inflaționiste sunt reliefate în analiza realizată la nivelul Uniunii Europene de valoarea subunitară a raportului dintre ritmul de creştere a productivității şi ritmul de creştere a salariilor. Acest indicator a fost analizat pentru a surprinde faptul că politica salarială expansionistă aplicată în cadrul Uniunii Europene nu a fost acoperită de acumulări proporționale în planul productivității, ceea ce a generat în timp un proces inflaționist susținut. Cele mai importante diferențe între creşterea productivității şi creşterea salarială s-au remarcat în cazul Poloniei, României şi Letoniei, aceste țări fiind marcate de valori negative ale indicatorului, reflectând o creştere disproporționată a salariilor comparativ cu productivitatea. În plus, în cazul acestor țări, se observă faptul că indicatorul se situează în zona negativă a graficului, surprinzând astfel chiar scăderi ale productivității de la o perioadă la alta, intervenite pe fondul unor creşteri salariale. Bulgaria şi Ungaria prezintă un indicator situat în mod predominant în planul pozitiv al graficului, evidențiind astfel creşteri aproape pe bază continuă ale productivității şi salariilor de la un an la altul, dar în condițiile unui ritm de creştere inferior al productivității în raport cu salariile. În cazul zonei euro, raportul dintre ritmul de creştere a

productivității și ritmul de creștere a salariilor se menține, cu excepția perioadei 2009-2010, în aria pozitivă a graficului, evidențiind creșteri ale productivității de la un la altul; cu toate acestea, el nu devine supraunitar, ci doar se apropie de valoarea unitară în preajma anului 2007.

Apariția turbulențelor financiare a determinat scăderea abruptă a indicatorului, care, pentru aproape doi ani, a marcat reducerea semnificativă a productivității. Această evoluție s-a produs în contextul dezechilibrelor globale, însoțite de numeroase restructurări în sectorul corporativ; totuși, în anul 2011, situația s-a echilibrat, indicatorul apropiindu-se în mod semnificativ de valoarea unitară. Această dinamică se explică nu neapărat printr-un reviriment al productivității, ci prin aplanarea presiunilor expansioniste ale politicii salariale practicate în Uniunea Europeană.

O altă variabilă esențială aflată în prim-planul modelului Godley-Lavoie este reprezentată de consum; o creștere a consumului conduce la intensificarea ratei de utilizare a capitalului fizic, precum și a ratei de acumulare, generând în timp o dinamică pozitivă a profitului, ceea ce reduce dependența de finanțarea externă, prin prisma reinvestirii profitului obținut.

În anexa nr. 14 sunt prezentate evoluțiile acestor variabile în zona euro și în țările din Europa Centrală și de Est. Niveluri susținute ale consumului în PIB sunt remarcate atât în zona euro, cât și în țările din Europa Centrală și de Est. În general, cu excepția Cehiei, nivelul consumului deține o pondere mai importantă în țările din Europa Centrală și de Est în raport cu țările din zona euro, evidențiind faptul că procesul de creștere economică înregistrat în ultimul deceniu în Uniunea Europeană a fost puternic influențat de consum.

În cazul tuturor țărilor analizate, rata de utilizare a capitalului fizic se menține la un nivel considerabil, reflectând o perioadă de valorificare susținută a capacității de producție a economiei. În cazul zonei euro, rata de utilizare a capitalului fizic urmează o traiectorie stabilă de-a lungul perioadei analizate, neînregistrând fluctuații importante sub impactul turbulențelor financiare; acest aspect reflectă robustețea structurilor de producție în cadrul zonei euro, precum și rezistența economiei reale, respectiv a sectorului corporativ la șocurile provocate de apariția crizei financiare.

Țările din Europa Centrală și de Est se caracterizează printr-o reducere a ratei de utilizare a capitalului fizic în perioada 2009-2011; senzitivitatea cea mai ridicată sub influența turbulențelor financiare se remarcă în cazul țărilor baltice. În acest mod este reflectată fragilitatea structurilor de producție pentru țările emergente, dependente de fluxurile investiționale străine care, pe fondul

creşterii aversiunii la risc a investitorilor în contextul turbulenţelor financiare, au înregistrat numeroase retrageri, determinând o volatilitate macroeconomică accentuată, repercutată asupra activităţii economice.

Evoluţia ratei de acumulare urmează aproximativ aceeaşi traiectorie liniară în cazul ţărilor din zona euro, spre deosebire de ţările din Europa Centrală şi de Est, care prezintă anumite fluctuaţii de la o perioadă la alta, în acord cu volatilitatea macroeconomică mai accentuată. De altfel, în toate celelalte ţări, rata de acumulare, similar celei de utilizare a capitalului fizic, se diminuează sub impactul turbulenţelor financiare, reflectând o scădere a bazei de capital; declanşarea crizei financiare a afectat politica de investiţii la nivelul sectorului corporativ, întreprinderile manifestând un interes important pentru susţinerea lichidităţii şi activităţii operaţionale, în detrimentul cele investiţionale.

În general, din analiza graficelor prezentate în anexa nr. 14, se remarcă faptul că rata de utilizare a capitalului fizic şi rata de acumulare urmează o traiectorie similară, existând o concordanţă deplină a traiectoriei; trenduri descrescătoare la nivelul ratei de utilizare sunt urmate îndeaproape de trenduri asemănătoare la nivelul ratei de acumulare, fluctuaţiile celor două traiectorii fiind concordante punctual de-a lungul perioadei analizate. Această asonanţă deplină la nivelul evoluţiei celor două variabile evidenţiază faptul că rata de acumulare este puternic influenţată de rata de utilizare a capitalului fizic, acumularea capitalului realizându-se sub impactul valorificării depline a capacităţilor de producţie.

Variabila care prezintă fluctuaţiile cele mai importante în cazul ţărilor din Europa Centrală şi de Est este rata profitului; contrastul cu natura liniară a evoluţiei reliefate în cazul zonei euro este evident din nou. Practic, în situaţia ţărilor din zona euro, evoluţia variabilelor surprinse în anexa nr. 14 relevă un caracter liniar semnificativ, reflectând absenţa unor fluctuaţii importante de la o perioadă la alta.

Dinamica deosebit de oscilatorie a ratei profitului în cazul ţărilor emergente include perioade în care aceasta scade semnificativ, mai ales sub impactul crizei financiare. În opoziţie, zona euro se remarcă prin menţinerea ratei profitului pe bază permanentă în planul pozitiv al graficului. În anexa nr. 12 sunt ilustrate grafic evoluţiile ratei dobânzii la credit şi depozite în corelaţie cu rata de acumulare şi rata de utilizare a capitalului fizic. Modelul Godley-Lavoie a prezumat o relaţie complexă între aceste variabile, diferenţiate în raport cu starea economiei. În condiţii normale de creştere economică, neafectată de eventuale turbulenţe, o scădere a ratei dobânzii active influenţează pozitiv rata de acumulare, prin prisma susţinerii politicii investiţionale, în timp ce o creştere a ratei dobânzii pasive favorizează

consumul şi rata de utilizare a capitalului fizic, influențând capacitatea productivă. Acest efect este explicat prin încurajarea economisirii şi, implicit, creşterea veniturilor distribuite către deținătorii de capital.

Pe fondul manifestării unor turbulențe în plan macroeconomic, aceste relații nu mai sunt confirmate, diminuarea ratei dobânzii determinând scăderea acumulării de capital, chiar într-un ritm mult mai alert decât o eventuală creştere în cazul unei diminuări a dobânzii active. De asemenea, scăderea dobânzii active generează amplificarea activității de creditare, ceea ce determină orientarea resurselor financiare către piața de capital, aspect reflectat în creşterea capitalizării bursiere.

În perioadele marcate de turbulențe se constată o situație opusă. În graficele din anexa nr. 12 se remarcă faptul că, la nivelul zonei euro, rata dobânzii active urmează o traiectorie similară cu rata de acumulare, existând o concordanță deplină la nivelul evoluției oscilatorii; reduceri ale dobânzii active sunt urmate îndeaproape de reduceri ale ratei de acumulare, confirmând prezumția aferentă modelului Godley-Lavoie pentru perioadele marcate de turbulențe macroeconomice. Nu putem aprecia că întreaga perioadă analizată, 2001-2011, a fost marcată de astfel de evoluții macroeconomice, caracterizate de o volatilitate accentuată, ci doar ultimii 2-3 ani. Absența unui impact al ratei dobânzii asupra gradului de acumulare a capitalului poate fi interpretată prin prisma dezvoltării accelerate a pieței de capital în cadrul țărilor din zona euro, sistemul bancar clasic, bazat pe intermedierea financiară, fiind surmontat de produsele financiare moderne. Prin intermediul alternativelor de finanțare inovative, axate pe produse structurate, politica investițională a fost susținută, conducând la acumularea capitalului. Astfel, o creştere a ratei dobânzii active poate fi însoțită de o evoluție similară în planul ratei de acumulare, în condițiile în care se produce o migrare a politicilor de finanțare din sfera tradițională a sistemului bancar în cea a pieței de capital, care poate oferi alternative mai convenabile din perspectiva costurilor.

Cu toate acestea, o dinamică opusă, respectiv o diminuare a ratei dobânzii la credite, nu este însoțită automat de un reviriment al ratei de acumulare. În cazul Europei Centrale şi de Est, o evoluție similară se remarcă în Ungaria şi Polonia, situație explicabilă prin faptul că în aceste țări piața de capital este mai dezvoltată comparativ cu celelalte țări din regiune, aspect evidențiat de cercetări anterioare[20].

Pentru celelalte țări, rata dobânzii active apare în poziția unui factor determinant al ratei de acumulare, întrucât eventuale scăderi ale acesteia

[20] *Impactul financiarizării asupra procesului de convergență economică*, C. Morar Triandafil, lucrare apărută în serialul online INCE, http://www.ince.ro/.

determină creşteri ale ratei de acumulare, confirmând faptul că, în cazul sistemelor financiare bazate pe intermedierea financiară clasică, rata dobânzii la credite poate constitui un factor de accelerare a acumulării capitalului. În cazul celorlalte ţări, se constată o creştere a ratei de acumulare pe bază continuă până în anul 2007, reflectând perioada marcată de o rată a dobânzii redusă şi, implicit, o lichiditate susţinută în sistem. Efectul descris de modelul Godley-Lavoie în cazul perioadelor caracterizate de volatilitate macroeconomică este confirmat pentru aceste ţări, intervalul 2009-2011 fiind marcat de o scădere a ratei de acumulare, chiar şi pe fondul relaxării dobânzii active.

În privinţa celui de-al doilea efect surprins de modelul Godley-Lavoie, respectiv impactul dobânzii pasive asupra ratei de utilizare a capitalului fizic, în virtutea efectului pozitiv asupra consumului, anexa nr. 12 analizată în corelaţie cu anexa nr. 13 evidenţiază absenţa unui impact de acest gen în cazul zonei euro. Pentru ţările din Europa Centrală şi de Est se poate constata acest impact secvenţial, în decursul anumitor subperioade. Declanşarea crizei financiare determină şi de această dată eliminarea unui astfel de impact al ratei dobânzii asupra capacităţilor de producţie, subliniind faptul că, în perioadele marcate de turbulenţe, relaţiile dintre variabile, aparent înscrise în anumite dinamici clasice, capătă alte semnificaţii.

În anexa nr. 14 sunt prezentate relaţiile dintre consum, rata de utilizare a capitalului fizic, rata de acumulare şi profit. Conform modelului Godley-Lavoie, o creştere a consumului determină accelerarea ratei de utilizare şi, implicit, a ratei de acumulare. Pe termen scurt, efectul asupra profitului este unul negativ, generând o scădere a acestuia, pentru ca, pe termen lung, efectul să capete o conotaţie pozitivă.

La nivelul zonei euro, se remarcă o evoluţie liniară a variabilelor puse în discuţie, acestea prezentând un ritm aproape constant de la o perioadă la alta, nefiind afectate de eventuale fluctuaţii. Declanşarea crizei financiare determină o uşoară scădere a consumului, dar ceea ce este foarte interesant constă în faptul că rata de acumulare şi rata de utilizare se menţin practic la acelaşi nivel, neînregistrând fluctuaţii importante.

În cazul ţărilor din Europa Centrală şi de Est, rata profitului urmează dinamica cea mai oscilatorie, spre deosebire de celelalte variabile, înregistrând gradul de volatilitate cel mai ridicat. Sub impactul crizei financiare, profitul scade, situându-se în zona negativă a graficului.

În situaţia Bulgariei şi a ţărilor baltice, rata de utilizare a capitalului fizic şi rata de acumulare urmează o dinamică similară, existând un grad de

corelație ridicat, ceea ce evidențiază faptul că politica investițională a fost susținută prin valorificarea capacităților de producție. Consumul în Europa Centrală şi de Est nu este marcat de fluctuații semnificative, urmând o dinamică susținută; nu se remarcă scăderi semnificative sub impactul crizei financiare, iar rata de utilizare a capitalului fizic se menține la un nivel superior din perspectiva dinamicii în raport cu consumul.

Rezultatele obținute prin aplicarea acestui model trebuie interpretate prin prisma eventualelor limitări impuse de operaționalizarea sa în virtutea surprinderii traiectoriilor urmate de variabilele-cheie; în esență, stricta reflectare a substanței modelului în dinamica acestor variabile poate crea anumite dificultăți în relevarea relațiilor complexe care se pot structura în plan macroeconomic. Elaborarea unei analize predominant calitative, orientată către surprinderea anumitor tipare în evoluția variabilelor fundamentale ori a unor similarități în dinamica acestora la nivel individual, precum şi la nivel regional, poate implica un avantaj în raport cu o potențială încriptare în expresia unui model cantitativ, care, din cauza anumitor condiționalități impuse de arhitectura cantitativă a modelului, este posibil să conducă la o eventuală distorsionare a rezultatelor obținute. De altfel, gradul ridicat de sofisticare a modelelor cantitative a fost frecvent considerat ca o cauză a levierului excesiv care a condus la declanşarea recentelor turbulențe financiare. Din această perspectivă, analiza de tip fundamental prezintă avantajul vizualizării şi interpretării materiei brute fără o prelucrare sau o captare prealabilă a acesteia într-un tipar cantitativ. Astfel, putem aprecia că această secțiune a cercetării completează cu o perspectivă calitativă arhitectura predominant cantitativă a demersului de cercetare.

6. Politicile macroprudențiale și procesul de convergență economică

Experiența crizei financiare a adus în prim-plan paradoxul stabilitate financiară-amplitudinea sistemului financiar. Pe fondul unor fluxuri financiare ample, care au generat în timp o lichiditate abundentă şi, implicit, dezvoltarea unor produse sofisticate, principiul *too big to fail* a căpătat consistență şi, implicit, a determinat creionarea unei noi filosofii asupra stabilității financiare. În virtutea acestei filosofii, cu cât o instituție financiară se caracteriza prin active importante, prin conexiuni multiple la nivel jurisdicțional şi la nivel de sistem, aceasta era percepută ca fiind suficient de solidă prin dimensiunea sa pentru a rezista unor eventuale şocuri, nefiind susceptibilă să pericliteze stabilitatea financiară.

Colapsul colosului financiar Lehman Brothers a evidențiat limitările acestei filosofii care a relevat natura paradoxală şi chiar discrepantă între cele două fațete ale medaliei - amplitudine versus stabilitate. În esență, întocmai amploarea fără precedent a sistemului financiar a creat condiții favorabile pentru eludarea cadrului de reglementare prudențială bancară şi pentru anumite lacune ale procesului de supraveghere bancară, incapabil să surprindă deficiențe la nivelul sistemului de administrare a riscurilor bazat îndeosebi pe modele interne, acestea din urmă prezentând, din păcate, un potențial semnificativ de arbitraj de reglementare. De fapt, accentul deosebit plasat pe latura cantitativă a modelelor care au stat la baza creării, dezvoltării şi chiar a utilizării instrumentelor financiare inovative, dar deosebit de complexe, a cauzat imposibilitatea autorităților de supraveghere de a le monitoriza într-o manieră mai strictă şi, mai ales, de a conştientiza la nivel global riscurile implicate de acestea.

Pe de altă parte, cadrul de reglementare prudențială bancară s-a concentrat îndeosebi pe dimensiunea individuală a instituțiilor financiar-bancare, având la bază principiul potrivit căruia instituțiile care prezintă un grad suficient de adecvare a capitalului la nivel individual creează premisele asigurării stabilității financiare la nivel de sistem.

Cercetarea vizează evidențierea situației sistemului financiar în corelație cu procesul de convergență la nivelul Uniunii Europene, cu accent pe diferențele existente în planul gradului de convergență nominală la nivel regional. În acest sens, pe baza unor cercetări anterioare, au fost construite diferite grupuri de țări, având în vedere similaritatea gradului de convergență nominală. În vederea evaluării nivelului de stabilitate financiară în cadrul Uniunii Europene, cercetarea a condus la elaborarea unui indice prin agregarea unei serii de indicatori caracteristici sistemului financiar;

ulterior, sunt aplicate o serie de metodologii statistice (metoda ANOVA, analiza componentelor principale) în vederea relevării aspectelor fundamentale ale corelației dintre convergența nominală și stabilitatea sistemului financiar.

Dacă inițial cercetarea a vizat creionarea cadrului de politici macroprudențiale în corelație cu procesul de convergență, ulterior accentul a fost plasat pe construirea a trei indici, unul destinat evaluării gradului de stabilitate financiară, ceilalți doi destinați evaluării procesului de convergență nominală și reală.

6.1. Conceptul de politică macroprudențială. Analiza literaturii de specialitate

Criza financiară a relevat aspectele limitative ale acestei teorii care a ignorat importanța conexiunilor sistemice, a legăturilor de dependență reciprocă între grupurile bancare transfrontaliere, precum și a riscurilor de tip *tail risk*, respectiv a celor cu o probabilitate scăzută de manifestare, dar cu impact deosebit de sever în eventualitatea producerii. În acest context, la nivel global, a fost promovată importanța politicilor de natură macroprudențială, respectiv a celor orientate către identificarea și administrarea riscurilor sistemice. Cadrul Basel III, precum și cadrul CRDIV[21] impun un comportament proactiv din partea autorităților, în direcția identificării și administrării riscurilor din perspectivă macroprudențială. Astfel, autoritățile, pe lângă supravegherea riscurilor la nivel de instituție, se vor concentra totodată asupra supravegherii riscurilor manifestate la nivel de sistem; în cazul în care, la nivelul sistemului financiar, se manifestă anumite dinamici care ar putea reflecta acumularea riscului sistemic, autoritățile sunt obligate să dispună luarea unor măsuri pentru a contracara efectele respective.

Politica macroprudențială integrează un ansamblu de măsuri destinate contracarării riscului sistemic, definit sub forma probabilității de manifestare a unui șoc la nivelul sistemului financiar, care se propagă cu efecte adverse în plan macroeconomic. În literatura de specialitate, au fost evidențiate o serie de obiective vizate de politicile macroprudențiale (Dell'Ariccia et al. (2011), Borio (2010)). Pe de o parte, politicile macropru-

[21] Pachetul CRDIV reprezintă acronimul pentru *Capital Requirements Directive IV* care transpune la nivel european prevederile Basel III. În momentul actual, pachetul CRDIV se află în stadiul de proiect, făcând obiectul procedurii de trialog la nivelul Consiliului Uniunii Europene, al Parlamentului European și al Comisiei Europene.

denţiale au în prim-plan evitarea unor externalităţi asociate unor dezechilibre sistemice, de natura falimentelor bancare care pot avea repercusiuni importante asupra economiei reale (Alessi şi Detken (2011)). În acelaşi timp, această externalitate este corelată cu cea aferentă strategiilor complementare, care reflectă comportamente mimetice la nivelul sistemului financiar-bancar, respectiv un apetit accentuat pentru asumarea unor niveluri semnificative de riscuri în perioadele de boom economic sau un fenomen de aversiune la risc, prezent în perioadele de declin (Cardarelli et al. (2010), Gerdesmeier et al. (2009)).

O serie de cercetări au interpretat decuplarea economiei financiare de economia reală prin prisma canalelor de transmisie a politicii monetare, precum şi a instrumentelor politicii prudenţiale. Astfel, scăderea semnificativă a ratei dobânzii a condus la un surplus de lichiditate în sistemul financiar-bancar, cu efecte de formare şi amplificare a bulelor speculative pe piaţa imobiliară (Borio (2010)). Indirect, politica banilor ieftini a permis acumularea facilă a unui volum semnificativ de capital la nivelul sistemului bancar, generând o ameliorare a situaţiei prudenţiale, cu impact asupra creditării. Din acest punct de vedere, putem aprecia că această filosofie a lichidităţii abundente a susţinut procesul de convergenţă reală prin încurajarea investiţiilor, care, prin prisma efectului multiplicatorului, au favorizat creşterea economică.

Totuşi, reducerea semnificativă a ratei dobânzii a periclitat îndeplinirea criteriului de convergenţă nominală cu privire la rata inflaţiei; un exces de lichiditate în sistemul financiar-bancar a determinat implicit supraîncălzirea economiei, având drept consecinţă pusee inflaţioniste generate prin cerere (Almeida et al. (2006)).

În acest sens, politica macroprudenţială vizează contracararea unor bule speculative, manifestate frecvent sub forma unor valori inflamate ale activelor (Lo Duca şi Peltonen (2011), Misina şi Tkacz (2009)). În plus, modul în care este prefigurat actualul cadru de politici macroprudenţiale vizează contracararea eventualelor efecte prociclice manifestate de creditarea în exces în timpul perioadelor de expansiune economică (Dell'Ariccia et al. (2011)), care determină creşterea elementelor bilanţiere la nivelul sistemului bancar. În faza de declin a ciclului economic, valoarea activelor se prăbuşeşte, generând pierderi importante pe piaţa financiar-bancară, ceea ce, în virtutea mecanismului de transmitere în lanţ, poate induce blocarea creditării şi, implicit, efecte de recesiune severă în planul economiei reale.

În vederea atenuării acestor efecte prociclice, regimul macroprudențial prefigurat în prezent are ca obiectiv impunerea unor amortizoare de capital în perioadele de expansiune economică, urmând ca, odată declanşată o eventuală recesiune, acestea să fie relaxate pentru a facilita în continuare creditarea economiei (Galati şi Moesner (2011)). Inițierea cadrului de politici macroprudențiale a vizat totodată corectarea unor deficiențe identificate în planul evaluării şi administrării riscurilor de natură macroeconomică manifestate la nivel european ca urmare a declanşării crizei financiare (Misina şi Tkacz (2009)) .

Totuşi, la nivel ideatic, deziderатul convergenței economice, care constituie în esență nucleul creării uniunii economice şi monetare, a fost afectat. Deşi conceptual nu putem aprecia că politicile macroprudențiale ar putea fi în contradicție cu alte tipuri de politici, cum ar fi cea monetară, vizând în esență asigurarea stabilității financiare, la nivel empiric ar putea exista cazuri în care cele două tipuri de politici acționează fie în contratimp, fie una în defavoarea celeilalte (Cardarelli et al. (2011)).

Aplicarea unor instrumente de natură macroprudențială subminează în anumite circumstanțe eficiența instrumentelor prin care se operaționalizează politica monetară. O înăsprire a ratelor de adecvare a capitalului poate determina creşterea costului de finanțare şi, implicit, a ratei dobânzii, cu efecte de apreciere a monedei naționale. În acest caz, canalul de transmisie a politicii monetare este afectat (Gerdesmeier et al. (2009)).

Pe de altă parte, impunerea unor măsuri macroprudențiale a reprezentat o necesitate rezultată din experiența crizei financiare, care, în fond, a relevat incapacitatea celorlalte tipuri de politici (monetară, fiscal-bugetară) de a asigura stabilitatea sistemului financiar. La nivel european, acest aspect se reflectă prin prisma laturii limitative a procesului de convergență şi, implicit, a criteriilor de convergență de a asigura un cadru macrofinanciar robust, capabil să reziste la eventuale fenomene adverse.

6.2. Prezentarea metodologiei

Această axă a cercetării a avut în vedere analiza relației dintre procesul de convergență şi stabilitatea sistemului financiar, prin prisma politicilor de natură macroprudențială la nivelul zonei euro şi al țărilor din Europa Centrală şi de Est. În acest sens, demersul de cercetare a propus trei indici obținuți în baza unui proces de agregare a unui ansamblu de indicatori apreciați ca fiind relevanți pentru fiecare fațetă dintre cele trei supuse analizei. Astfel, cercetarea a fost fundamentată tridimensional, fiind

cantonată asupra proceselor de convergență nominală şi reală, precum şi asupra stabilității financiare.

Indicatorii selectați în vederea construirii **indicelui de convergență nominală**, cu excepția cursului valutar[22], sunt reprezentați de criteriile de convergență în cauză, respectiv:

§ *rata inflației;*

§ *rata dobânzii la titlurile pe termen lung;*

§ *ponderea deficitului bugetar în PIB;*

§ *ponderea datoriei publice în PIB.*

În cazul **indicelui de convergență reală**, acesta este obținut prin agregarea unei serii de indicatori care urmăresc evidențierea cu precădere a standardelor de viață din țările analizate, respectiv:

§ *venitul disponibil mediu pe cap de locuitor.*

Acest indicator surprinde venitul net de taxe şi impozite de care dispun locuitorii din țările analizate în vederea consumului.

§ *produsul intern brut (PIB) pe cap de locuitor.*

Indicatorul obținut prin raportarea PIB-ului la numărul de locuitori reflectă partea din surplusul de valoare generat de economia bunurilor şi serviciilor, în raport cu numărul de locuitori.

§ *gradul de ocupare a forței de muncă*.

Acest indicator evidențiază capacitatea economiei de a crea şi de a dispune de locuri de muncă, ceea ce implică un impact deosebit asupra gradului de dezvoltare economică şi socială din aceste țări.

Aceşti trei indicatori surprind standardele de viață din țările analizate, fiind în esență operaționali în virtutea principiului maximizării; cu cât indicatorii tind către o valoare mai ridicată, cu atât efectele acestora sunt potențate.

§ *productivitatea muncii.*

Indicatorul se reflectă în unitățile monetare totale obținute pe oră lucrată. O economie performantă evidențiază o productivitate importantă în planul muncii, conducând la creşterea puterii de cumpărare şi, implicit, a standardelor de viață.

§ *raportul dintre exporturi şi importuri.*

[22] Studiul vizează realizarea unei analize comparative cu privire la corelația dintre cei trei indici la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est, precum şi la nivelul zonei euro; din motive de coerență, determinate de prezența monedei unice în zona euro şi absența unui curs valutar propriu, criteriul cursului valutar nu a fost integrat în indicele de convergență nominală.

Acest indicator relevă gradul de deschidere a economiei; în mod ideal, o economie performantă, caracterizată de o productivitate importantă, se reflectă într-un raport supraunitar, respectiv într-un excedent al exporturilor în raport cu importurile.

Indicele de stabilitate financiară se obține prin integrarea următorilor indicatori:

§ *efectul de levier determinat ca raport între activele bancare și fondurile proprii.*

Relevanța acestui indicator pentru scopul cercetării constă în relația directă între apetitul către creditare al sistemului bancar în ansamblul său și riscul sistemic. O creștere semnificativă a activului bilanțier reflectată într-o valoare semnificativă a efectului de levier conduce la asumarea unui nivel semnificativ de riscuri și, implicit, la fenomene de hazard moral, care, în esență, determină relaxarea standardelor de monitorizare și de administrare a riscului.

§ *ponderea creditului în produsul intern brut*.

Acest indicator surprinde eventualele perioade de creditare în exces a economiei, generând în esență efecte de prociclicitate. În faza de expansiune a ciclului economic, standardele de creditare devin mai puțin riguroase, conducând la un eventual fenomen de selecție adversă, respectiv de creditare a debitorilor mai puțin solvabili. În acest context, apare totodată o alocare ineficientă a capitalului și un tratament inechitabil al debitorilor, fiind creditați cu precădere debitorii cu o bonitate mai scăzută. La nivel sistemic, existența unei corelații între ciclul economic și nivelul de creditare determină accentuarea laturii prociclice, care, în perioadele de declin economic, generează diminuarea considerabilă a potențialului de finanțare a economiei reale.

§ *rata dobânzii interbancare.*

Rata dobânzii reflectă nivelul de lichiditate existent în sistem. În contextul perioadelor de expansiune economică, rata dobânzii interbancare scade, conducând la o abundență de lichiditate. În situație opusă, efectele sunt inverse, generând creșterea costurilor de finanțare și diminuarea lichidității.

§ *indicele pieței de capital.*

Similar celorlalți indicatori, în perioadele de creștere economică, indicele pieței de capital manifestă un trend permanent crescător, reflectând o potențială bulă speculativă, precum și presiuni inflaționiste.

§ *prețul pe piața activelor imobiliare.*

Acest indicator are un comportament similar indicelui pieței de capital, semnalând eventuale bule speculative, cu efecte negative asupra valorii colateralului. Criza financiară recentă a relevat impactul negativ al inflamării valorilor colateralului afectat garantării creditelor asupra stabilității financiare.

§ *rentabilitatea activelor.*

Indicatorii de profitabilitate aferenți sistemului bancar au tendința de a manifesta un comportament prociclic similar indicelui aferent pieței de capital. O creştere nesustenabilă a profitului poate ascunde asumarea unui nivel semnificativ de riscuri şi, implicit, inflamarea riscului sistemic.

Într-o primă etapă, indicatorii relevanți au fost urmăriți cu o secvențialitate trimestrială de-a lungul perioadei 1997-2011 la nivelul zonei euro, precum şi la nivelul a cinci state membre din Europa Centrală şi de Est (Bulgaria, Cehia, Polonia, România şi Ungaria). Ulterior, indicatorii colectați pe bază trimestrială au făcut obiectul procesului de normalizare în vederea unei analize pertinente şi a unei integrări în cadrul indicelui. Prin normalizare, se obțin valori ale indicatorilor care variază în intervalul (0,1), ceea ce facilitează interpretarea acestora în contextul dinamicii stabilității financiare, precum şi în contextul procesului de convergență.

Procesul de normalizare a implicat tratarea valorii trimestriale a fiecărui indicator conform următoarei formule:

$$I_{it}\ n = \frac{I_{it} - Min(I_i)}{Max(I_i) - Min(I_i)}$$

unde:

$I_{it}\ n$ = valoarea normalizată trimestrială a indicatorului I de tip i în momentul t;

I_{it} = valoarea trimestrială a indicatorului I de tip i;

$Min\ (I_i)$ = valoarea minimă a indicatorului I de tip i de-a lungul perioadei analizate;

$Max\ (I_i)$ = valoarea maximă a indicatorului I de tip i de-a lungul perioadei analizate.

Prin agregarea indicatorilor normalizați, obținem în cele din urmă valoarea indicelui:

$$I_i = \sum_{j=1}^{6} I_{dj}$$

unde:

I_i = indicele de tip *i*, iar *i* = 1....3, unde:
i_1 = indicele de convergență nominală;
i_2 = indicele de convergență reală;
i_3 = indicele de stabilitate financiară;
I_{dj} = indicator relevant pentru fiecare fațetă.

Metodologia de determinare a indicatorilor este similară celei utilizate de Albulescu și Goyeau (2009), Mörttinen et al. (2005), Blaise și Kaushik (2009), având în prim-plan agregarea indicatorilor în cadrul indicelui prin tratarea uniformă din perspectiva contribuției; astfel, indicele nu s-a obținut prin agregarea indicatorilor ponderați în mod diferit. Utilizarea acestei metodologii este convergentă cu opiniile exprimate recent în aceste lucrări de specialitate cu privire la inadvertențele aduse de valorificarea altor tipuri de metode, cum ar fi metoda componentelor principale, care au în vedere atribuirea unor ponderi diferite variabilelor pe baza cărora sunt construiți indicii; ponderarea diferită a componentelor conduce la situații în care anumiți indicatori au o contribuție superioară în construirea indicilor, reflectând un grad de subiectivitate ridicat. În vederea atenuării posibilelor distorsiuni determinate de contribuții variate ale indicatorilor, este indicată utilizarea unei metodologii axate pe tratarea uniformă a variabilelor, reflectată în atribuirea unor ponderi egale acestora. În acest mod, este evitată discriminarea unor variabile în favoarea altora.

Tabelul 6.1

Polarizarea țărilor în funcție de gradul de conformitate cu indicatorii de convergență nominală[23]

CRITERIUL DE CONVERGENȚĂ	CONVERGENȚĂ	DIVERGENȚĂ
Rata inflației	Cehia	Bulgaria Polonia România Ungaria
Rata dobânzii	Bulgaria Cehia Polonia	România Ungaria
Deficitul bugetar	Bulgaria	Cehia România Ungaria
Datoria publică	Bulgaria Cehia Polonia România	Ungaria

Sursă: Cercetări anterioare proprii.

[23] Criteriul cursului valutar.

În urma unor studii anterioare dedicate analizei procesului de convergență la nivelul Uniunii Europene[24] pe parcursul perioadei 1997-2011, au fost identificați o serie de poli de convergență și divergență, în funcție de gradul de conformitate al țărilor din Europa Centrală și de Est în raport cu criteriile de convergență nominală.

Metoda ANOVA și metoda analizei componentelor principale au vizat identificarea anumitor particularități la nivelul stabilității financiare, în funcție de gradul de convergență al țărilor în raport cu criteriile respective de convergență nominală.

6.3. Analiza indicelui de stabilitate financiară. Corelații cu procesul de convergență

Ideea fundamentală a acestei secțiuni a cercetării reprezintă identificarea unei potențiale concordanțe între procesul de convergență și nivelul de stabilitate financiară; în esență, dezideratul convergenței are în prim-plan asigurarea unei stabilități macroeconomice, inclusiv din perspectiva sistemului financiar. Într-o primă etapă, dinamica indicilor de stabilitate financiară corespunzători zonei euro și Europei Centrale și de Est a fost urmărită de-a lungul perioadei analizate.

La nivelul Europei Centrale și de Est, se remarcă o dinamică de o amplitudine mai accentuată în raport cu zona euro; astfel, deși marcat de fluctuații pe parcursul anumitor subperioade (1998-2000, 2004-2006, 2008-2010), indicele reflectă o evoluție concordantă cu o potențială acumulare a riscului sistemic. În esență, dinamica indicatorilor reflectă o asumare semnificativă a riscului la nivelul acestei regiuni, relevând dezvoltarea accelerată a sistemului financiar-bancar în aceste țări, intervenită mai ales pe fondul procesului de *catching up* (a se vedea fig. 6.1).

[24] Studiile respective (*Analiza criteriilor de convergență. Perspectivă empirică în contextul evidențierii caracterului sustenabil* și *Impactul financiarizării asupra procesului de convergență economică în Uniunea Europeană*) sunt parte integrantă din proiectul ”**Sustenabilitatea procesului de convergență nominală și reală în cadrul UE în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială”** din cadrul proiectului POSDRU: ”**Cercetarea științifică economică, suport al bunăstării și dezvoltării umane în context european**”, dezvoltat în cadrul Institutului Național de Cercetări Economice ”Costin C. Kirițescu”, realizat sub coordonarea acad. Aurel Iancu.

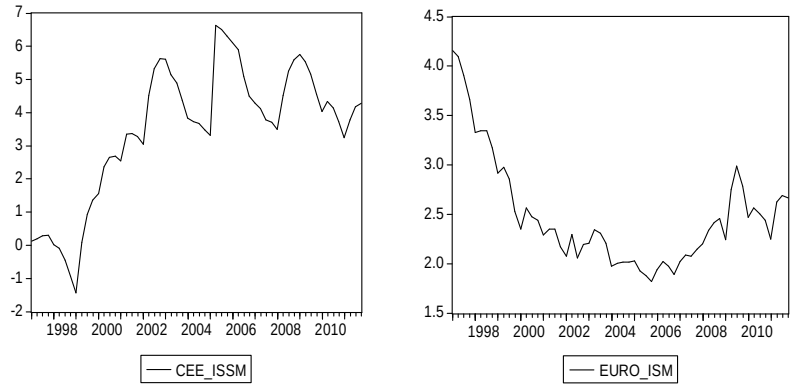


Fig. 6.1. Evoluția indicelui de stabilitate financiară la nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est (stânga) şi la nivelul zonei euro (dreapta)

La nivelul zonei euro, evoluția indicelui este una mai puțin amplă, fluctuațiile fiind de o amplitudine mai redusă. Aspectul interesant constă în faptul că, la nivelul Europei Centrale şi de Est, indicele are o evoluție predominant crescătoare, în opoziție cu zona euro, unde dinamica este una opusă. La nivelul țărilor, dinamica indicelui de stabilitate financiară este una eterogenă; cu excepția Poloniei şi României, care evidențiază o traiectorie similară, celelalte țări se remarcă prin dinamici variate.

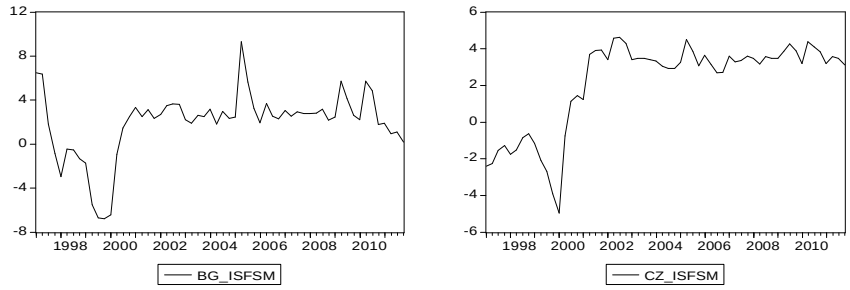


Fig. 6.2. Evoluția indicelui de stabilitate financiară la nivelul Bulgariei (stânga) şi la nivelul Cehiei (dreapta)

Cehia prezintă dinamica cea mai stabilă, în special pe parcursul turbulențelor financiare, în timp ce Ungaria relevă un punct de instabilitate maximă de-a lungul perioadei 2004-2005 (a se vedea fig. 6.2 şi 6.3). De

altfel, Cehia se evidențiază printr-un grad ridicat de convergență la nivelul global al indicatorilor nominali, subliniind astfel importanța conformării cu indicatorii de convergență nominală din perspectiva impactului favorabil asupra stabilității financiare (a se vedea tabelul 6.1).

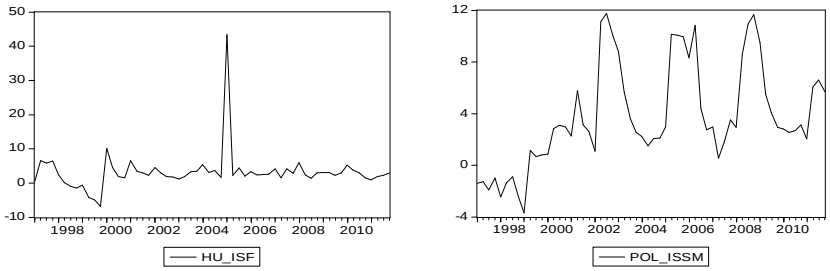


Fig. 6.3. Evoluția indicelui de stabilitate financiară la nivelul Ungariei (stânga) şi la nivelul Poloniei (dreapta)

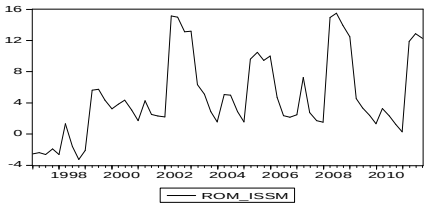


Fig. 6.4. Evoluția indicelui de stabilitate financiară la nivelul României

Polonia şi România se caracterizează prin fluctuații importante de-a lungul perioadelor marcate de o volatilitate semnificativă la nivel internațional. Perioada 2000-2002, caracterizată de criza din Argentina, precum și perioada 2008-2009, marcată de criza financiară, aduc în prim-plan niveluri semnificative de acumulare a riscului sistemic (a se vedea fig. 6.3 și 6.4). În privința celorlalți doi indici, analiza relevă anumite particularități ale corelației dintre procesul de convergență nominală și procesul de convergență reală. În cazul indicilor calculați la nivelul celor două regiuni - zona euro versus țările din Europa Centrală și de Est care nu au adoptat moneda unică - se remarcă faptul că cele două procese prezintă o dinamică similară din punctul de vedere al trendului.

Cu toate acestea, fluctuațiile sunt mult mai accentuate la nivelul indicelui de convergență reală, dinamica sa prezentând trei puncte de minim.

În esență, dinamica indicelui de convergență reală este mai amplă în raport cu dinamica indicelui de convergență nominală; această particularitate se remarcă la nivelul tuturor țărilor din Europa Centrală şi de Est care nu au adoptat moneda unică. Acest aspect este surprinzător, luând în considerare faptul că, în planul economiei reale, schimbările importante necesită o perioadă mai îndelungată.

Un aspect similar se remarcă la nivelul zonei euro. De altfel, la nivel global, indicele de convergență reală prezintă mai multe puncte de minim, în timp ce indicele de convergență nominală prezintă mai multe puncte de maxim. Orientând analiza la nivel de țară, se remarcă faptul că, în cazul Bulgariei, indicele de convergență reală prezintă o dinamică uşor negativă în prima parte a perioadei analizate, pentru ca apoi dinamica să urmeze o traiectorie uşor ascendentă, cu tendință de stabilizare.

Indicele de convergență nominală urmează o traiectorie descendentă în ultima parte a perioadei analizate, ceea ce sugerează un posibil impact exercitat de turbulențele financiare. În cazul Cehiei, indicele de convergență nominală urmează o perioadă descendentă pe parcursul primei etape a perioadei analizate, pentru ca ulterior să înregistreze o dinamică pozitivă. Indicele de convergență reală înregistrează o scădere de-a lungul ultimei părți a perioadei analizate; un aspect similar se remarcă în cazul României, în timp ce, la nivelul Ungariei, similaritatea este înregistrată doar pentru indicele de convergență nominală. Polonia prezintă o traiectorie atipică pentru indicele de convergență nominală: trendul este unul crescător în prima parte a perioadei analizate, urmat de o stabilizare, pentru ca ulterior dinamica să fie una negativă.

Cercetarea a vizat totodată evidențierea anumitor particularități ale evoluției indicelui de stabilitate financiară sub impactul procesului de convergență. În acest sens, a fost aplicată metoda ANOVA la nivelul polilor de convergență deja identificați în tabelul 6.1, urmărind o eventuală diferențiere a indicatorului de stabilitate financiară în funcție gradul de convergență pe următoarele grupuri:

- non/apartenența la zona euro;
- gradul de conformare cu îndeplinirea criteriilor nominale de convergență.

Inițial, s-a prezumat faptul că, în funcție de apartenența la zona euro, se va putea face o diferențiere a evoluției înregistrate de cei trei indici.

Rezultatul aplicării metodei ANOVA a confirmat această prezumție, relevând o diferențiere a indicelui de stabilitate financiară în funcție de criteriul adoptării monedei unice (a se vedea anexa nr. 15). De altfel,

rezultatele statistice ilustrează o acumulare mai puțin consistentă de risc sistemic la nivelul zonei euro în raport cu Europa Centrală şi de Est, situație reflectată de amplitudinea indicelui de stabilitate financiară. În plus, un aspect similar se remarcă la nivelul indicelui de convergență nominală, precum şi la nivelul indicelui de convergență reală. Astfel, apartenența la zona euro imprimă o robustețe macroeconomică aparte, care le conferă capacitatea de a surmonta eventuale perioade marcate de volatilitate semnificativă atât în plan nominal, cât şi în plan real. În acest sens, putem aprecia că *direcția de transmitere a efectului este una din planul economiei reale către economia nominală*, întrucât mediul macroeconomic solid este susceptibil să genereze un efect de transmitere în planul economiei nominale. Alte diferențieri au fost realizate la nivelul îndeplinirii criteriului de convergență reprezentat de rata inflației şi de ponderea deficitului bugetar în produsul intern brut. Astfel, țările care prezintă un grad semnificativ de conformare cu aceste două criterii nu pot fi diferențiate din punctul de vedere al nivelului de stabilitate financiară. În opoziție, outputul statistic aferent metodei ANOVA reflectă faptul că țările care prezintă un grad ridicat de conformare cu rata dobânzii şi ponderea datoriei în produsul intern brut pot fi diferențiate din perspectiva evoluției indicelui de stabilitate financiară (a se vedea anexele nr. 16 şi 17).

Tabelul 6.2

Rezultatul statistic aferent analizei componentelor principale la nivelul indicelui de stabilitate financiară caracteristic zonei euro şi țărilor din Europa Centrală şi de Est

Correlation of EURO_ISF BG_ISF CZ_ISF HU_ISF POL_ISF ROM_ISF						
	Comp. 1	Comp. 2	Comp. 3	Comp. 4	Comp. 5	Comp. 6
Eigenvalue	2,841693	1,279707	1,038125	0,498651	0,231255	0,110569
Variance Prop.	0,473616	0,213285	0,173021	0,083108	0,038542	0,018428
Cumulative Prop.	0,473616	0,686900	0,859921	0,943029	0,981572	1,000000
Eigenvectors:						
Variable	Vector 1	Vector 2	Vector 3	Vector 4	Vector 5	Vector 6
EURO_ISF[25]	0,073962	-0,074554	-0,951028	0,266135	-0,114190	-0,025500
BG_ISF[26]	0,474608	-0,386260	0,052949	-0,323482	-0,684808	0,221685

CZ_ISF[27]	0,492891	-0,243700	-0,151392	-0,448871	0,687486	0,025029
HU_ISF[28]	0,379067	-0,413603	0,261242	0,771824	0,143943	-0,023701
POL_ISF[29]	0,485290	0,454940	0,039452	-0,001854	-0,152611	-0,729844
ROM_ISF[30]	0,383584	0,638606	0,004318	0,165321	0,036764	0,645248

Sursă: Eviews.

Rezultatele cercetării indică, de altfel, anumite limitări ale modului de configurare a criteriilor de convergență. Rata scăzută a inflației nu reprezintă un garant absolut al stabilității financiare, aceasta putând masca în anumite momente fenomene deflaționiste sau o eventuală trapă de lichiditate. În condițiile în care rata inflației se menține în limitele unui interval sustenabil, aceasta poate fi considerată drept una cu efect de susținere a potențialului de creştere a economiei. De asemenea, acumularea unui deficit bugetar poate fi una sustenabilă, în condițiile în care acesta se creează pe fondul unor cheltuieli investiționale importante. Natura sa periclitantă se manifestă predominant în contextul unui decalaj important între cheltuielile destinate consumului şi cele destinate investițiilor.

În opoziție, o rată a dobânzii crescută ar conduce la diminuarea potențialului de finanțare a economiei reale şi la o reală criză de lichiditate, în timp ce o pondere importantă a datoriei publice în PIB poate avea consecințe defavorabile pe termen lung. De altfel, actuala criză financiară a demonstrat efectul negativ al acumulării unui volum important al datoriei publice; deşi apărute ca turbulențe de sorginte financiară, manifestate mai ales în planul sectorului bancar privat, s-au repercutat ulterior la nivelul finanțelor publice pe fondul înrăutățirii indicatorilor de îndatorare publică. În vederea surprinderii anumitor tendințe de polarizare în cadrul Uniunii Europene, în planul dinamicii macrofinanciare, a fost aplicată metoda analizei componentelor principale la nivelul categoriilor de indici care fac obiectul prezentului studiu.

În privința indicelui de stabilitate financiară, outputul statistic relevă o tendință de polarizare la nivel regional în funcție de non/apartenența la zona euro. În acest sens, zona euro este decorelată în raport cu Europa Centrală şi de Est, aceasta prezentând un coeficient negativ important de-a lungul celui de-al treilea vector, în cadrul căruia nicio altă țară nu mai reflectă un grad de concentrare (a se vedea tabelul 6.2).

Similar analizei efectuate la nivelul dinamicii, România şi Polonia prezintă tendința de concentrare de-a lungul celui de-al doilea vector, relevând o traiectorie în acelaşi sens. Bulgaria şi Cehia subliniază un comportament preponderent similar de-a lungul primei componente, în timp ce Bulgaria se manifestă, într-o anumită măsură, atipic, neprezentând o anumită tendință de corelare cu celelalte țări.

Astfel, analiza componentelor principale a adus în prim-plan o tendință de polarizare a țărilor din Europa Centrală şi de Est, tendință aflată într-o opoziție clară cu cea din zona euro. Conform celui de-al treilea vector, zona euro este corelată negativ cu țările din această regiune care nu au adoptat moneda unică. Putem aprecia că, deşi sistemul financiar din cele două categorii de regiuni a cunoscut o dezvoltare pregnantă în perioada analizată, gradul de acumulare a riscului sistemic, din perspectiva reflectării acestuia în indicele de stabilitate financiară, este unul diferit.

În cazul indicelui de convergență nominală, se remarcă faptul că Cehia şi Ungaria manifestă o tendință de polarizare pe prima componentă, în timp ce Ungaria şi Polonia manifestă aceeaşi tendință pe cea de-a doua componentă; la nivelul celei de-a doua componente, zona euro este corelată negativ cu majoritatea țărilor, cu excepția Ungariei şi Poloniei. În acelaşi timp, Bulgaria, Cehia, Ungaria, Polonia, România şi Bulgaria sunt polarizate în cadrul celei de-a treia componente, precum şi în cadrul celei de-a patra şi celei de-a şasea componente.

Pentru indicele de convergență reală, se remarcă faptul că prima componentă prezintă o opoziție totală între zona euro şi țările din Europa Centrală şi de Est; de altfel, în mod similar, pe toate celelalte componente, zona euro se află în opoziție cu majoritatea țărilor din Europa Centrală şi de Est, ceea ce evidențiază decalajul important dintre zona euro şi țările recent integrate în Uniunea Europeană.

La nivel regional, Cehia şi Polonia prezintă o tendință de polarizare pe cea de-a patra componentă, în timp ce Bulgaria şi Ungaria manifestă un comportament similar pe cea de-a cincea componentă. Se remarcă faptul că, la nivelul indicelui de convergență reală, țările prezintă o tendință de polarizare mai puțin accentuată în raport cu indicele de convergență nominală, ceea ce sugerează faptul că, în planul economiei reale, discrepanțele sunt importante chiar şi la nivel intraregional. Niveluri diferite de dezvoltare socioeconomică determină caracteristici diferite din perspectiva fluxurilor economiei reale.

Polarizarea zonei euro şi a țărilor din Europa Centrală şi de Est pe vectori diferiți evidențiază faptul că țările din zona euro au beneficiat de

structuri macroeconomice mai robuste, care le-au permis o absorbție mai rapidă a șocurilor, în timp ce, în cadrul țărilor din Europa Centrală și de Est, asimilarea șocurilor a periclitat stabilitatea financiară. Fragilitatea structurilor macroeconomice și instituționale nu a permis atenuarea acestora, ci a provocat înrăutățirea climatului macroeconomic.

Concluzii

Cercetarea a evidențiat sustenabilitatea criteriilor de convergență la nivelul Uniunii Europene atât în contextul amplificării fluxurilor financiare, cât şi în contextul recentelor inițiative privind adoptarea unor politici de natură macroprudențială. Astfel, studiul a reflectat o abordare multidimensională a conceptului de convergență economică prin prisma interferențelor cu dinamica procesului de financiarizare şi cu inițierea unor măsuri de reglementare a riscului macroprudențial.

Într-o primă etapă, cercetarea a evidențiat caracterul sustenabil al criteriilor de convergență. În acest sens, a fost relevată latura limitativă a criteriilor de convergență nominală prin prisma dinamicii indicatorilor corespunzători la nivelul UE-15 şi NSM-12 pe parcursul ultimilor zece ani. Cercetarea a apreciat capacitatea statelor membre ale UE de a îndeplini cerințele aferente zonei euro prin prisma unei serii de indicatori nominali, total disparați în raport cu aria convergenței reale, ca fiind una deficitară; acest aspect a fost explicat prin prisma turbulențelor financiare recente care au apărut pe fondul unei decorelări masive între economia nominală, reflectată în fluxurile financiare, şi economia reală, evidențiată, printre altele, în volumul bunurilor şi serviciilor produse, precum şi în nivelul standardelor de viață (Iancu, 2011). Astfel, a apărut necesitatea de corelare a criteriilor de convergență nominală şi reală, respectiv crearea unui sistem integrat al acestora, care să cuprindă indicatori ancorați în ambele categorii de convergență.

Aspectele critice surprinse la nivelul indicatorilor de convergență nominală au vizat o corelare mai accentuată a acestora cu indicatori de convergență reală (ex., rata inflației trebuie să fie pusă în corelație cu viteza de circulație a banilor), astfel încât să se realizeze un mix între cele două categorii de convergență. Pe de altă parte, s-a reliefat necesitatea extinderii intervalelor de variație stricte impuse prin Tratatul de la Maastricht, în vederea adaptării lor la condițiile macroeconomice efective, astfel încât să fie evitate anumite derapaje macroeconomice din cauza relațiilor contradictorii care se creează între valorile predeterminate ale indicatorilor de convergență nominală. Analiza la nivelul sincronizării ciclurilor economice reliefează un decuplaj clar între țările cu apartenență la zona euro şi noile state membre, precum şi între noile state membre, ceea ce explică în mare parte absența joncțiunii dintre cele două categorii de convergență.

În vederea surprinderii corelației dintre procesul de convergență economică şi evoluția sistemului financiar, cercetarea a operaționalizat

modelul Godley-Lavoie în cazul Uniunii Europene; modelul Godley-Lavoie aduce în prim-plan mixul dintre economia financiară şi economia reală, în lumina relațiilor complexe care se structurează între diferitele entități care activează în cadrul sistemului economic. Accentul orientat asupra acestui model a avut în vedere caracterul său integrator, care permite vizualizarea dependențelor mutuale dintre menaje, administrații centrale, întreprinderi şi sistemul financiar. În acest mod, procesul de financiarizare nu mai este analizat doar prin prisma sistemului financiar şi, respectiv, a dinamicii acestuia, ci prin intermediul fluxurilor în virtutea cărora sunt relaționate diversele entități. Astfel, procesul de financiarizare este surprins în multitudinea interdependențelor care guvernează interacțiunea sa cu economia reală.

Evoluția variabilelor surprinse în cadrul modelului Godley-Lavoie a fost analizată la nivelul Uniunii Europene; astfel, în privința economiei reale, în cazul tuturor țărilor analizate, rata de utilizare a capitalului fizic s-a menținut la un nivel considerabil, reflectând o perioadă de valorificare susținută a capacității de producție a economiei. În cazul zonei euro, rata de utilizare a capitalului fizic a urmat o traiectorie stabilă de-a lungul perioadei analizate, neînregistrând fluctuații importante sub impactul turbulențelor financiare; acest aspect a reflectat robustețea structurilor de producție în cadrul zonei euro, precum şi rezistența economiei reale, respectiv a sectorului corporativ la şocurile provocate de apariția crizei financiare.

Țările din Europa Centrală şi de Est s-au caracterizat printr-o reducere a ratei de utilizare a capitalului fizic în perioada 2008-2010; senzitivitatea cea mai ridicată sub influența turbulențelor financiare s-a remarcat în cazul țărilor baltice. În acest mod, a fost reflectată fragilitatea structurilor de producție pentru țările emergente, dependente de fluxurile investiționale străine, care, pe fondul creşterii aversiunii la risc a investitorilor în contextul turbulențelor financiare, au înregistrat numeroase retrageri, determinând o volatilitate macroeconomică accentuată, repercutată asupra activității economice.

Studiul a urmărit totodată relația dintre procesul de financiarizare şi convergența economică în cadrul Uniunii Europene. Sistemul financiar a fost analizat din perspectiva dinamicii înregistrate pe parcursul ultimilor zece ani, precum şi în lumina particularităților implicate de componentele sale. Abordarea a fost una complexă, atât la nivelul sistemului financiar în ansamblu, cât şi la nivelul dimensiunilor sale - sistemul bancar, piața titlurilor de capital, piața titlurilor obligatare, piața monetară. Accentul a fost plasat asupra procesului de convergență reală, reflectat în dinamica PIB-ului

real, urmărindu-se modul în care acesta reacționează sub impulsul componentelor sistemului financiar.

În esență, în virtutea procesului de convergență, cercetarea a evidențiat balansul dintre economia nominală şi economia reală, cu sublinierea implicațiilor asupra stabilității macroeconomice. Recentele turbulențe financiare au reflectat faptul că fluxurile financiare pot căpăta amploare disparat în raport cu economia reală; chiar dacă aceasta suferă o contracție, economia nominală se poate dezvolta în contextul valorificării intense a unei componente a sistemului financiar. De exemplu, emisiunile obligatare au susținut în mod semnificativ nevoia de finanțare resimțită pe fondul dezechilibrelor financiare, contribuind astfel la creşterea ponderii sistemului financiar în PIB.

În lumina acestor constatări, complexitatea relației dintre convergența economică şi procesul de financiarizare conferă dificultate unui eventual demers de emitere a unei concluzii tranşante, care să reflecte o relație univocă.

Deşi la nivel general cercetarea a relevat faptul că sistemul financiar poate fi perceput ca un vector al procesului de convergență, în unele situații acesta poate crea distorsiuni în planul convergenței. În plus, relația dintre cele două procese - financiarizare versus convergență - trebuie analizată în contextul diferențierii procesului de convergență pe cele două dimensiuni - nominală şi reală.

În vederea aprofundării relației dintre procesul de convergență şi politicile macroprudențiale, cercetarea a avut în prim-plan evidențierea situației sistemului financiar în corelație cu diferențele existente în planul gradului de convergență nominală la nivel regional. În acest sens, pe baza unor cercetări anterioare, au fost construite diferite grupuri de țări, având în vedere similaritatea gradului de convergență nominală. În vederea evaluării nivelului de stabilitate financiară în cadrul Uniunii Europene, cercetarea a propus trei indici construiți prin agregarea unei serii de indicatori caracteristici sistemului financiar, precum şi procesului de convergență nominală şi reală.

La nivelul zonei euro, evoluția indicelui de stabilitate financiară a surprins o evoluție mai puțin amplă, fluctuațiile fiind de o amplitudine mai redusă. Aspectul interesant a constat în faptul că, la nivelul Europei Centrale şi de Est, indicele a înregistrat o evoluție predominant crescătoare, în opoziție cu zona euro, unde dinamica este una opusă. La nivelul țărilor din Europa Centrală şi de Est, dinamica indicelui de stabilitate financiară a fost una eterogenă; cu excepția Poloniei şi României, care au evidențiat o traiectorie similară, celelalte țări s-au remarcat prin dinamici variate.

În privința celorlalți doi indici, analiza a relevat anumite particularități ale corelației dintre procesul de convergență nominală și procesul de convergență reală. În cazul indicilor calculați la nivelul celor două regiuni - zona euro versus țările din Europa Centrală și de Est care nu au adoptat moneda unică - s-a remarcat faptul că cele două procese au prezentat o dinamică similară din punctul de vedere al trendului. Cu toate acestea, fluctuațiile au fost mult mai accentuate la nivelul indicelui de convergență reală, dinamica sa prezentând trei puncte de minim. În esență, dinamica indicelui de convergență reală a fost mai amplă în raport cu dinamica indicelui de convergență nominală; această particularitate s-a remarcat la nivelul tuturor țărilor din Europa Centrală și de Est care nu au adoptat moneda unică. Acest aspect este surprinzător, luând în considerare faptul că, în planul economiei reale, schimbările importante necesită o perioadă mai îndelungată pentru a-și produce efectele.

Cercetarea a adus în prim-plan o diferențiere în funcție de criteriul adoptării monedei unice. Alte diferențieri au fost realizate la nivelul îndeplinirii criteriului de convergență reprezentat de rata inflației și de ponderea deficitului bugetar în produsul intern brut. Astfel, țările care au prezentat un grad semnificativ de conformare cu aceste două criterii nu au putut fi diferențiate din punctul de vedere al nivelului de stabilitate financiară. În opoziție, cercetarea a evidențiat faptul că țările care prezintă un grad ridicat de conformare cu rata dobânzii și ponderea datoriei în produsul intern brut pot fi diferențiate din perspectiva dinamicii indicelui de stabilitate financiară.

Ca un corolar al cercetării, putem prezuma faptul că țările din Europa Centrală și de Est sunt expuse în continuare unor riscuri macroeconomice semnificative, determinate de structuri macroeconomice fragile. Aceste țări traversează un proces de recuperare a decalajelor, care contribuie la amplificarea gradului de divergență în Uniunea Europeană. Fiind puternic dependente de fluxurile financiare externe, aceste țări implică un risc macroprudențial ridicat, care afectează ritmul procesului de convergență reală.

Cercetări viitoare vor viza identificarea mecanismelor adecvate de administrare a riscurilor macroprudențiale din această regiune.

BIBLIOGRAFIE

1. Abiad, A.; D. Leigh and A. Mody (2007), *International finance and income convergence: Europe is different*, IMF Working Paper, No. 64.
2. Afonso, A. and D. Furceri (2008), "EMU enlargement, stabilization costs and insurance mechanisms*"*, *Journal of International Money and Finance*, 27.
3. Aguiar-Contraria, L. and M.J. Soares (2009), *Business cycle synchronization across the euro area: A wavelet analysis*, University of Mimho, mimeo.
4. Albulescu, C.T. and D. Goyeau (2009), "Assessing and Forecasting Romanian Financial System's Stability Using an Aggregate Index", *Analele Universității Poitiers*, 2009.
5. Alessi, L. and C. Detken (2011), "Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity", *European Journal of Political Economy*, Vol. 27(I).
6. Almeida, H. and M. Campello (2007), "Financial Constraints, Asset Tangibility and Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, 20, pp. 1429-1460.
7. Alper, C.E.; O.P. Ardic and S. Fendoglu (2009), "The economics of uncovered interest parity condition for emerging markets: a survey", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 23, No. 1, pp. 115-138.
8. Altăr, M.; L.L. Albu, I. Dumitru and C. Necula (2009), *Evidențe privind intensitatea fenomenului Balassa-Samuelson pentru economia românească*, Working Papers of National Institute of Economic Research, 090705, National Institute of Economic Research.
9. Angeloni, I. and M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, ECB Working Paper Seris, No. 388.
10. Apeldoorn, van B.D. and J.L. Horn (2009), *Contradictions and Limits of Neoliberal European Governance. From Lisbon to Lisbon*, Houndmills.
11. Bagliano, F. and C. Morana (2010), *The effects of US economic and financial crises on euro area convergence*, Department of Economics and Public Finance "G. Prato" in its series Working Papers, No.15.
12. Baillie, R.T. and T. Bollerslev (2000), "The forward premium anomaly is not as bad as you think", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19, No. 4, pp. 471-488.
13. Bansal, R. and M. Dahlquist (2000), "The forward premium puzzle: Different tales from developed and emerging economies", *Journal of International Economics*, Vol. 51, No. 1, pp. 115-144.
14. Barro, R. and X. Sala-i-Martin (1995), *Economic growth*, McGraw-Hill, 1995.
15. Barrientos, P. (2007), "Theory, History and Evidence of Economic Convergence in Latin America", *Development Research Working Paper Series*, No.13.
16. Baumol, W.J. (1986), "Productivity Growth, Convergence, and Welfare: What the Long-Run Data Show", *American Economic Review*, Vol. 76(5).
17. Bekaert, G.; C.R. Harvey, C. Lundblad and S. Siegel (2007*)*, "Global growth opportunities and market integration", *Journal of Finance*, 62, pp. 1081-1137.
18. Becker, J.; J. Jäger, B. Leubolt and R. Weissenbacher (2010), "Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective", in *Competition & Change*, 14 (3-4), pp. 225-247.
19. Bergs, R. (2000), *EU Regional and Cohesion Policy and Economic Integration of the Accession Countries*, Policy Research and Consultancy Discussion Paper.
20. Bjorksten, N. (2001), *Real Convergence in the Enlarged Euro Area: A Coming Challenge for Monetary Policy*, Bank of Finland Economics Department Working Papers, No.1.
21. Blaise, G. and J. Kaushik (2009), "Measures of financial stability - A review", *IFC Bulletin*, 31, pp. 365-380.
22. Borio, C. (2010), *Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism*, Bank for International Settlements.
23. Busetti, F.; L. Forni, A. Harvey and F. Venditti (2006*), Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*, Working Paper Series, 574, European Central Bank.

24. Caporeale, G.M. and A.M. Soliman (2009), "The asymmetric effects of a common monetary policy in Europe", *Journal of Economic Integration*, 24, pp. 455-475.
25. Cardarelli, R., R. Elekdag and S. Lall (2011), "Financial stress and economic contractions", *Journal of Financial Stability*, Vol. 7.
26. Cavallero, A. (2010), *The convergence of inflation rates in the EU-12 area: A distribution dynamics approach*, Univerista' del Piemonte Orientale, mimeo.
27. Chaboud, A.P. and J.H. Wright (2005), "Uncovered Interest Parity: It works but not for long", *Journal of International Economics*, 66(2), pp. 349-362.
28. Chang, R. and A. Velasco (2001), "A Model of Financial Crises in Emerging Markets", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 2 (May 2001), pp. 489-517.
29. Chinn, M.D. and G. Meredith (2004), "Monetary policy and long-horizon uncovered interest parity", *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 3, pp. 409-430.
30. Cihák, M. and S. Mitra (2009), "The Financial Crisis and European Emerging Economies", Finance a úver, *Czech Journal of Economics and Finance*, 59(6), pp. 541-553.
31. Claessens, S.; A. Kose and M.E. Terrones (2008), *What Happens During Recession, Crunches and Busts?* IMF Working Paper, 08/274.
32. Crespo-Cuaresma, J. and O. Fernandez-Amador (2010), „Business cycle convergence in EMU: A first look at the second moment", *Working Paper in Economics and Statistics*, No. 22, University of Innsbruck.
33. De Grauwe, P. (2007), *Economics of the Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press.
34. Dell'Ariccia, G.; D. Igan, L. Laeven and H. Tong (2011), *Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms*, IMF SDN.
35. Dobrescu, E. (coord.) (mai 2004), *Seminarul de modelare macroeconomică*, Centrul de Informare și Documentare Economică.
36. Dobrinsky, R. (2006), "Catch-Up Inflation and Nominal Convergence: The Balancing Act for New EU Entrants", *Economic Systems*, Vol. 30 (4).
37. Eatwell, J. and L. Taylor (2002), *International Capital Markets, Systems in Transition*, Oxford University Press.
38. Egert, B.; K. Lommatzsch and A. Lahreche-Revil (2006b), "Real Exchange Rates in Small Open OECD and Transition Economies: Comparing Apples with Oranges?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30 (12).
39. Egert, B. (2007), *Real convergence, price level convergence and inflation in Europe*, Bruegel Working Paper, No. 2007/02.
40. Egert, B. and E. Kocenda (2005), *Contagion Across and Integration of Central and Eastern European Stock Markets: Evidence from Intraday Data*, William Davidson Institute Working Papers Series, 798, William Davidson Institute at the University of Michigan.
41. Eichengreen, B. (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", *World Bank Economic Review*, 15, pp. 341-65.
42. Engle, R.F. (1993), "Measuring and testing the impact of news on volatility", *Journal of Finance*, 48, pp. 1749-1778.
43. Engle, R.F. and G.J. Lee (1999), "A Long-Run and Short-Run Component Model of Stock Return Volatility", in *Cointegration, Causality, and Forecasting*, ed. by Engle and White, Oxford University Press.
44. Fidrmuc, J. and I. Korhonen (2006), *Meta-analysis of the business cycle: Correlation between the Euro area and the CEECs*, CESIFO Working Paper, No. 1693.
45. Filipozzi, F. and K. Harkmann (2010), "The financial crisis in Central and Eastern Europe: The measures and determinants of the exchange market pressure index and the money market pressure index", *Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe*, Vol. 2, No. 2, pp. 5-36.
46. Flood, R.P. and A.K. Rose (2002), *Uncovered interest parity in crisis*, IMF Staff Papers, Vol. 49, No. 2, pp. 252-266.
47. Foster, N. and R. Stehrer (2007), "Modeling transformation in CEECs using smooth transitions", *Journal of Comparative Economics*, 35, pp. 57-86.

48. Fujii, E. and M. Chinn (2001), *Fin de Siecle Real Interest Parity*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, 7880.
49. Galati, G. and R. Moessner (2011), *Macroprudential Policy - A Literature Review*, BIS Working Papers, No. 337.
50. Gerdesmeier, D.; B. Roffia and H. Reimers, (2009), *Asset price misalignments and the role of money and credit*, ECB Working Paper, No. 1068.
51. Godley, W. and M. Lavoie (2007a), "Fiscal policy in a stock-flow consistent (SFC) model", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30**,** pp. 79-100.
52. Goodhart, Ch. and M. Persaud (2008), "The crash of 2007-08 has laid bare the poverty of the current regulatory philosophy", *Financial Times*, January 31.
53. Grossman, G.M. and E. Helpman (1994), "Endogenous Innovation in the Theory of Growth", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8 (1).
54. Gruben, W.C. and D. McLeod (2004), "The openness inflation puzzle revisited", *Applied Economics Letters*, Vol. 11 (8).
55. Hanusch, H. and M. Balzat (2004), *A new era in the dynamic of European integration*, Beitrag, No. 261, Faculty of Economics, University of Augsburg.
56. Henry, P.B. (2007), "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation", *Journal of Economic Literature*, 45 (December), pp. 887-935.
57. Holly, S. and M. Raissi (2009), *The Macroeconomic Effects of European Financial Development: A Heterogenous Panel Analysis*, German Institute for Economic Research in its series Working Paper / FINESS with number 1.4.
58. Honohan, P. and Ph.R. Lane (2003), "Divergent inflation rates in EMU", *Economic Policy*, Vol. 37.
59. Horobet, A.; S. Dumitrescu and D.G. Dumitrescu (2009), "Uncovered interest parity and financial market volatility", *Romanian Economic Journal*, Vol. XII, No. 32, pp. 21-45.
60. Horobet, A.; S. Dumitrescu and D.G. Dumitrescu (2010), "Implications of volatility for uncovered interest parity testing", in Matousek, R. (ed.): *Money, Banking and Financial Markets in Central and Eastern Europe. 20 Years of Transition*, Palgrave-Macmillan.
61. Hughes Hallett, A. and C. Richter (2002), "Are Capital Markets Efficient? Evidence from the Term Structure of Interest Rates in Europe*", The Economic and Social Review*, Vol. 33(3), pp. 333-356.
62. Iancu, A. (2003), *Dezvoltarea intensivă şi specializarea naţiunilor*, Editura Economică, Bucureşti.
63. Iancu, A. (2006), "Problema convergenţei economice", *Oeconomica*, nr. 4.
64. Iancu, A. (2009), *Nominal Convergence*, Working Papers of National Institute of Economic Research, 090602, National Institute of Economic Research.
65. Iancu, A. (2010), *Transition, Integration and Convergence*, Working Papers of National Institute of Economic Research, 101222, National Institute of Economic Research.
66. Iancu, A. (2011), "Models of Financial System Fragility", *Romanian Journal of Economic Forecasting*, Vol. 14 (1).
67. Jarocinski, K.M. (2010), "Responses to monetary policy shocks in the East and the West of Europe: A comparison", *Journal of Applied Econometrics*, 25.
68. Jonas, J. (2006) "Euro adoption and Maastricht criteria: Rules or discretion?", *Economic Systems*, Vol. 30 (4).
69. Kenen, P.B. (1969), "The optimum currency area: An eclectic view", in Mundell, Robert A.; Swoboda, Alexandar K. (Eds.), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 41-60.
70. Kornai, J. (2006), "The Great Transformation of Central Eastern Europe: Success and Disappointment", *Economics of Transition*, Vol. 14 (2).
71. Kose, M.; A.E. Prasad, K. Rogoff and S.J. Wei (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, Working Paper, 12484, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

72. Kregel, J.A. (2007), *The Natural Instability of Financial Markets*, Paper for the Tjalling C. Koopmans Institute Conference "The Political Economy of Financial Markets - A methodological account of a multi-disciplinary approach", Utrecht, November 16.
73. Krugman, P. (1993), "Lesson of Massachusetts for EMU", in Giavazzi, F.; Torres, F. (Eds), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, New York, pp. 241-261.
74. Krugman, P. (1999), "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", in Isard, P.; Razin, A. and Rose, A.K. (Eds.), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr.*, pp. 31-44, International Monetary Fund, Washington, DC.
75. Krugman, P. (2010), *Crises* (Internet).
76. Lane, P. and G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II", *Journal of International Economics*, 73, pp. 223-250.
77. Lane, P. (2008), *The Macroeconomics of Financial Integration: A European Perspective*, IIIS Discussion Paper, No. 265.
78. Lavoie, M. (2008), "Financialisation Issues in a Post-Keynesian Stock-flow Consistent Model", Intervention, *European Journal of Economics and Economic Policies, Metropolis*, Vol. 5(2), pp. 331-356.
79. Lee, K.L. and M. McAleer (2004), "Convergence and catching up in ASEAN: a comparative analysis", *Applied Economics, Taylor and Francis Journals*, Vol. 36(2), pp. 137-153.
80. Lein-Rupprecht, S.M.; M.A. León-Ledesma and C. Nerlich (2007), *How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?* Working Paper Series, 827, European Central Bank.
81. Lewis, J. (2007), *Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criteria during a Period of Nominal Convergence*, CESifo Working Paper Series, 1902, CESifo Group Munich.
82. Lewis, J. and K. Staehr (2010), "The Maastricht inflation criterion: What is the effect of European Union enlargement?" *Journal of Common Market Studies*, 48(3), pp. 687-708.
83. Lo Duca, M. and T. Peltonen (2011), *Macro-financial vulnerabilities and future financial stress - Assessing systemic risks and predicting systemic events*, ECB Working Paper, No. 1311.
84. Lojschova, A. (2003), *Estimating the Impact of the Balassa Samuelson Effect in Transition Economies*, Institute for Advanced Studies Working Paper, No.140.
85. Lothiana, J.R. and L. Wu (2011), "Uncovered interest-rate parity over the past two centuries", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, No. 3, pp. 448-473.
86. Lucas, R.E. (1998), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Economic Development and Growth Papers, Vol. 22.
87. Mansori, K.S. (2003), *Following in their footsteps: comparing interest parity conditions in central European economies to the euro countries*, CESifo Working Paper, No. 1020.
88. Marelli, E. (2007), "Specialisation and convergence of European regions*", The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 4 (2).
89. Marelli, E. and M. Signorelli (2010b), "Productivity, Employment and Human Capital in Transition: A Comparative Approach", in Marelli, E. and Signorelli, M. (eds.), *Economic Growth and Structural Features of Transition*, Palgrave-Macmillan, London and New York.
90. Marx, K. (1979), *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie*, Vol. 3, MEW 25, Berlin.
91. Mayes, D. and M. Viren (2009), "Changes in the behaviour under EMU", *Economic Modelling*, 26.
92. Mehl, A. and L. Cappiello (2007), *Uncovered interest parity at distant horizons. Evidence on emerging economies and nonlinearities*, ECB Working Paper, No. 801, European Central Bank.
93. Melitz, M.J. and G.I.P. Ottaviano (2005), *Marke Size, Trade and Productivity*, NBER Working Paper, No.11393.
94. Micco, A.; E. Stein and G. Ordonez (2003), "The currency union effect on trade: Early evidence from EMU", *Economic Policy*, Vol. 18.
95. Michelis, L. and M. Koukouritakis (2007), "EU Enlargement and the EMU", *Journal of Economic Integration*, Vol. 22.

96. McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53, pp. 207-222.
97. Mink, M.; J.P.A.M. Jacobs and J. de Haan (2007), *Measuring synchronicity and co-movement of business cycles within an application to the euro area*, CESIFO Working Paper Series, No. 2112.
98. Misina, M. and G. Tkacz (2009), "Credit, asset prices, and financial stress", *International Journal of Central Banking*, Vol. 5(4), pp. 95-122.
99. Minsky, P. Hyman (992b), *The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No. 72.
100. Mörttinen, L.; P. Poloni, P. Sandras and J. Vesala (2005), "Analysing Banking Sector Conditions: How to Use Macroprudential Indicators*", ECB Occasional Paper, 26.*
101. Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51(4), pp. 657-665.
102. Nelson, D.B. (1991), "Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach", *Econometrica*, 59, pp. 347-370.
103. Obstfeld, M. (2008), *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned*?. Working Paper, No. 34, Commision on Growth and Development.
104. Orlowski, L.T. (2003), "Monetary convergence and risk premiums in the EU accession countries", *Open Economies Review*, 14, pp. 251-267.
105. Orlowski, L.T. (2005a), "Monetary convergence of the EU accession countries to the eurozone: A theoretical framework and policy implications", *Journal of Banking and Finance*, 29 (1), pp. 203-225.
106. Painceira, J.P. (2009), *Developing countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Research on Money and Finance*, Discussion Papers, No.4, SOAS, London.
107. Pecican, E.Ş. (2009), *Indicatori privind convergenţa reală şi aplicaţiile acestora*, Working Papers of National Institute of Economic Research, 091004, National Institute of Economic Research.
108. Prasad, E. and R.G. Rajan (2008), "A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization", *Journal of Economic Perspectives*, 22 (Summer), pp. 149-72.
109. Rabemananjara R. and J.M. Zakoïan (1993), "Threshold ARCH Models and Asymmetries in Volatility", *Journal of Applied Econometrics*, 8, pp. 31-49.
110. Raileanu-Szeles, M. and N. Marinescu (2010), "Real convergence in the CEECs, euro area accession and the role of Romania*", The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 7 (1).
111. Rinaldi-Larribe, M.J. (2008), "Is economic convergence in New Member States sufficient for adoption of the Euro", *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 5 (2).
112. Romer, P.M. (1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94 (5).
113. Romer, P. (1994), "The Origins of Endogenous Growth", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8 (1).
114. Romer, D. (1996), *Advanced Macroeconomics*, MacGraw-Hill.
115. Sarno, L.; G. Valente and H. Leon, (2006), "Nonlinearity in Deviations from Uncovered Interest Parity: An Explanation of the Forward Bias Puzzle", *Review of Finance*, 10, pp. 443-482.
116. Solow, R.M. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth*", The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70 (1).
117. Solow, R.M. (1994), "Perspectives on Growth Theory", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8 (1).
118. Staicu, G. and L.C. Moraru (2006), "Paradigma creşterii endogene. Implicaţii privind teoria şi politica economică*", Economie teoretică şi aplicată*, vol. 10 (6).
119. Taylor, M.P. (1995), "The Economics of Exchange Rates", *Journal of Economic Literature*, 33, pp. 13-47.

120. Triandafil, C.M. (2011), *The Analysis of the Convergence Criteria. Empirical Perspective in the Context of the Sustainable Character Highlight*, Working Papers of National Institute of Economic Research, 111205, National Institute of Economic Research.
121. Tytell, I. and S.J. Wei (2004), *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?* IMF Working Paper, 04/84, IMF, Washington, DC.
122. Valdes, B. (1999), *Economic Growth. Theory, Empirics and Policy*, Cheltenham, UK, Edward Elgar.

Anexe

Anexa 1

Rezultatul statistic aferent testelor de staționaritate la nivelul indicatorului sigma corespunzător variabilei PIB/cap de locuitor aferente UE-27

Null Hypothesis: EU_27_GCAP_SIGMA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=8)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.478347	0.0026
Test critical values:	1% level	-3.831511	
	5% level	-3.029970	
	10% level	-2.655194	

Sursa: Calcule proprii.

Anexa 2

Rezultatul statistic aferent testelor de staționaritate la nivelul indicatorului sigma corespunzător variabilei PIB/cap de locuitor aferente zonei euro

Null Hypothesis: EURO_GCAP_SIGMA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=8)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.177244	0.0005
Test critical values:	1% level	-3.808546	
	5% level	-3.020686	
	10% level	-2.650413	

Sursa: Calcule proprii.

Anexa 3

Retultatul statistic aferent testelor de staționaritate la nivelul indicatorului sigma corespunzător variabilei PIB/cap de locuitor aferente noilor state membre

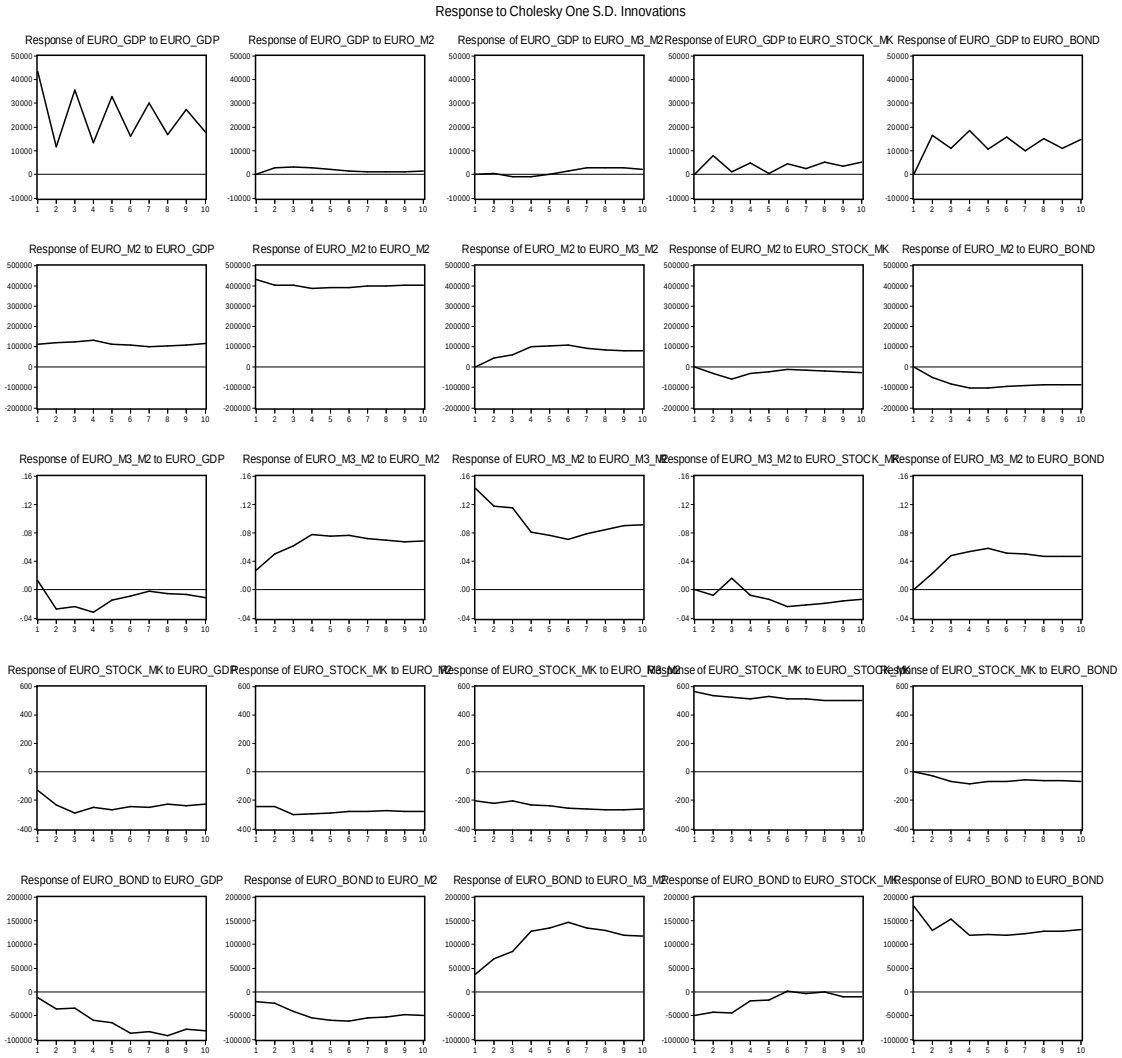
Null Hypothesis: NMS_GCAP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.953925	0.7623
Test critical values:	1% level	-3.571310	
	5% level	-2.922449	
	10% level	-2.599224	

Sursa: Calcule proprii.

Anexa 4

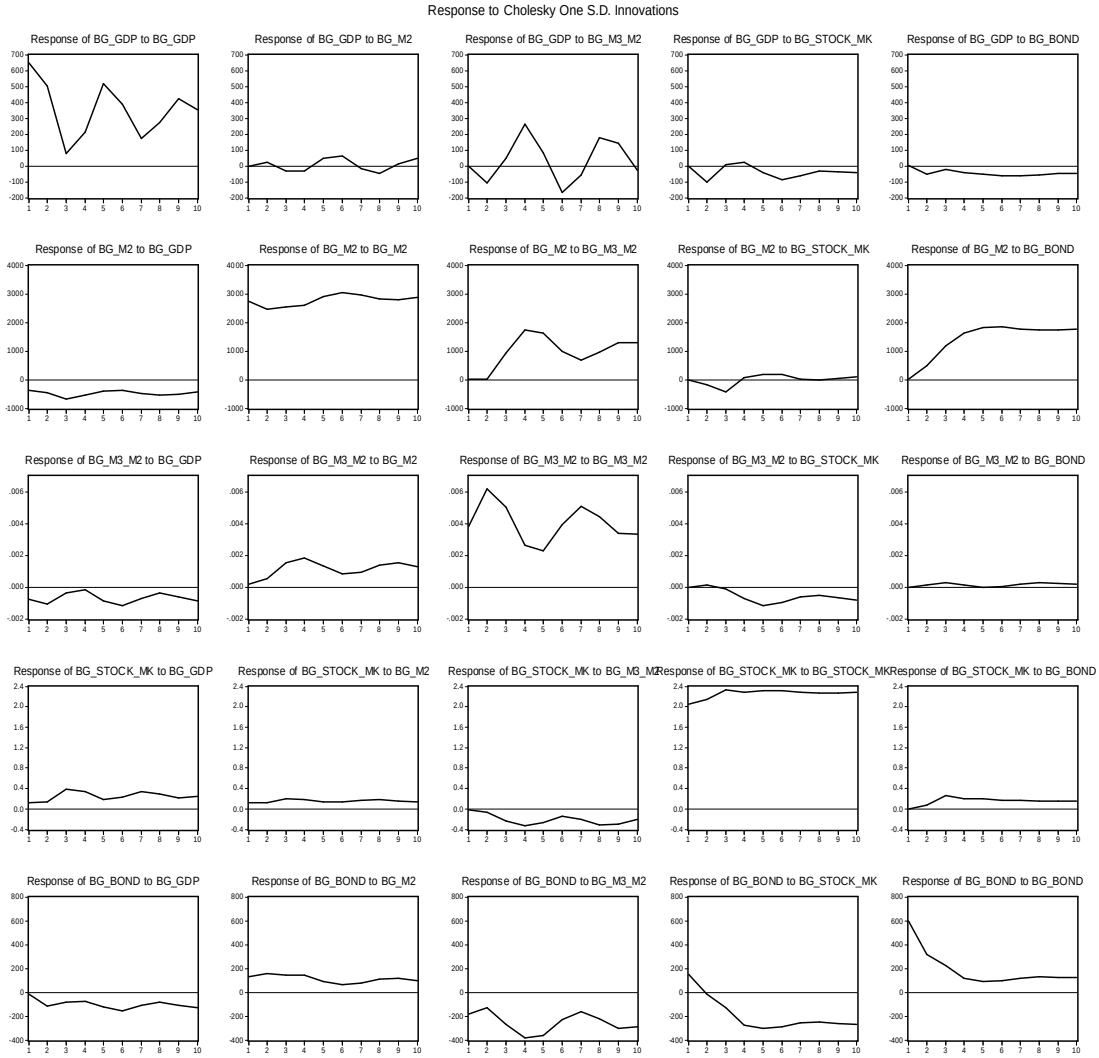
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în zona euro



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 5

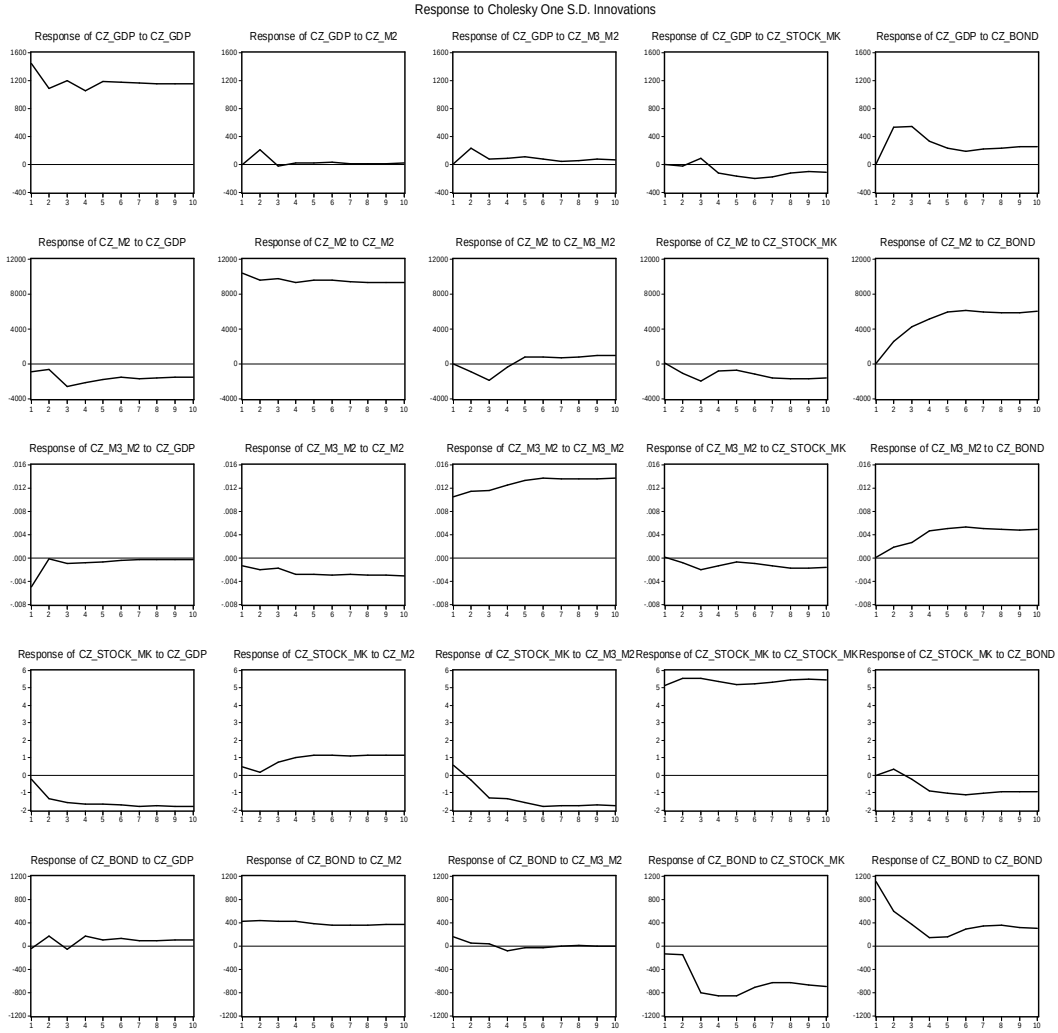
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Bulgaria



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 6

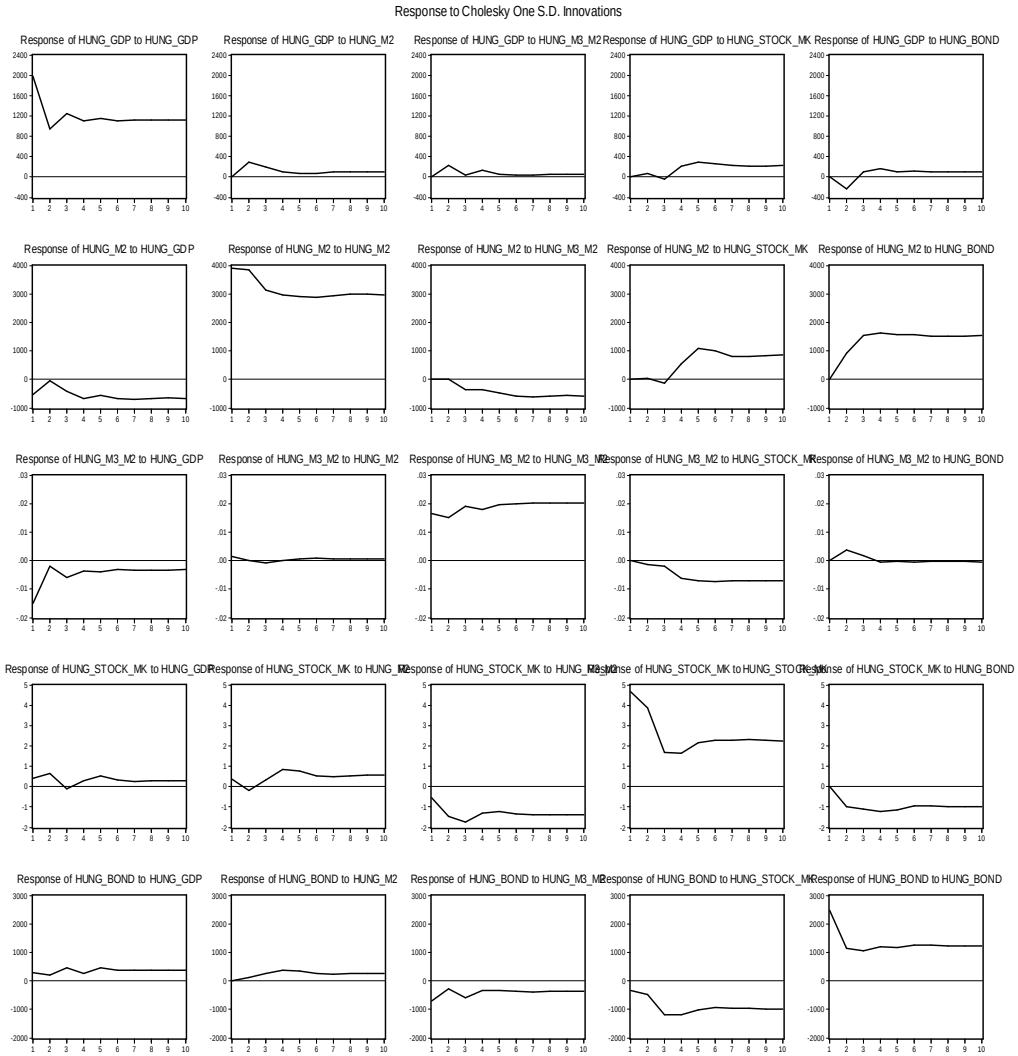
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Cehia



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 7

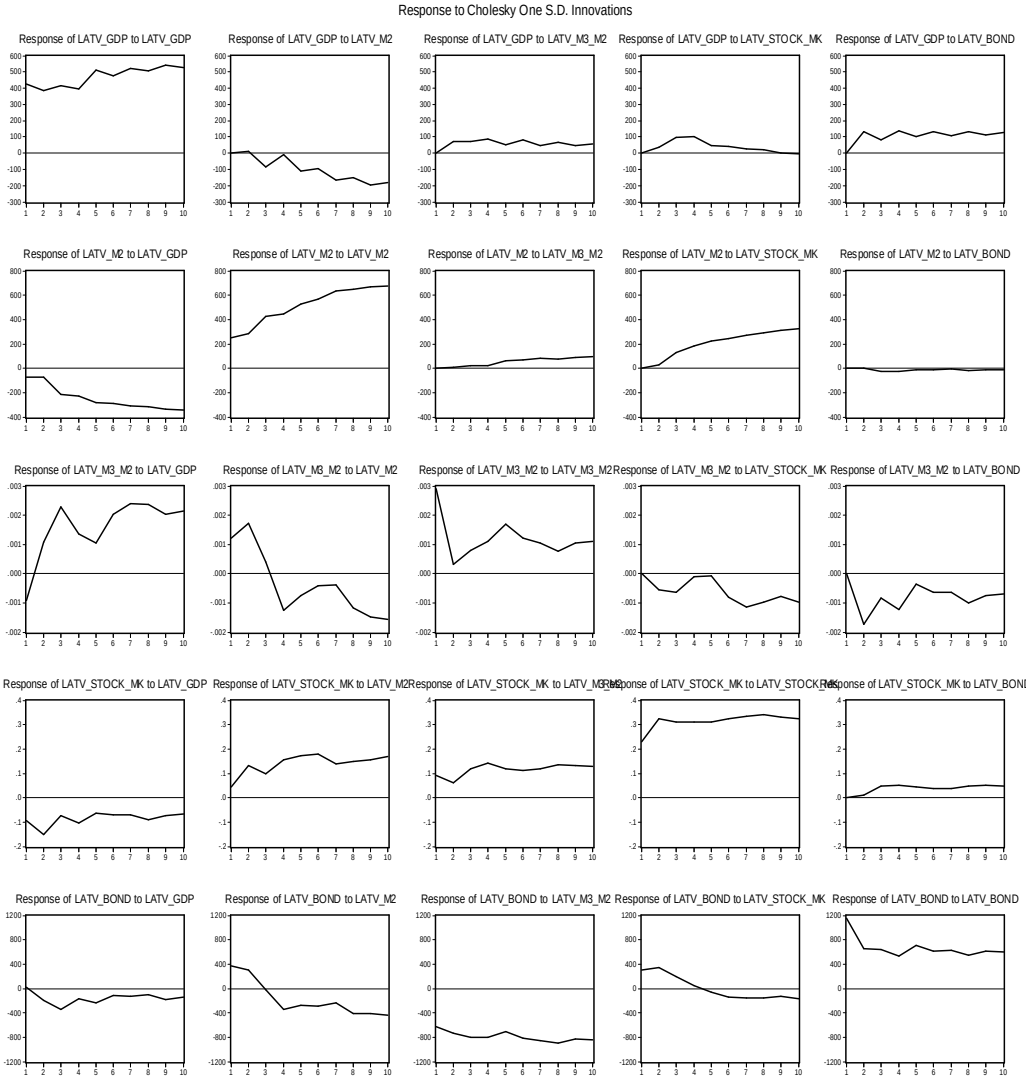
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Ungaria



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 8

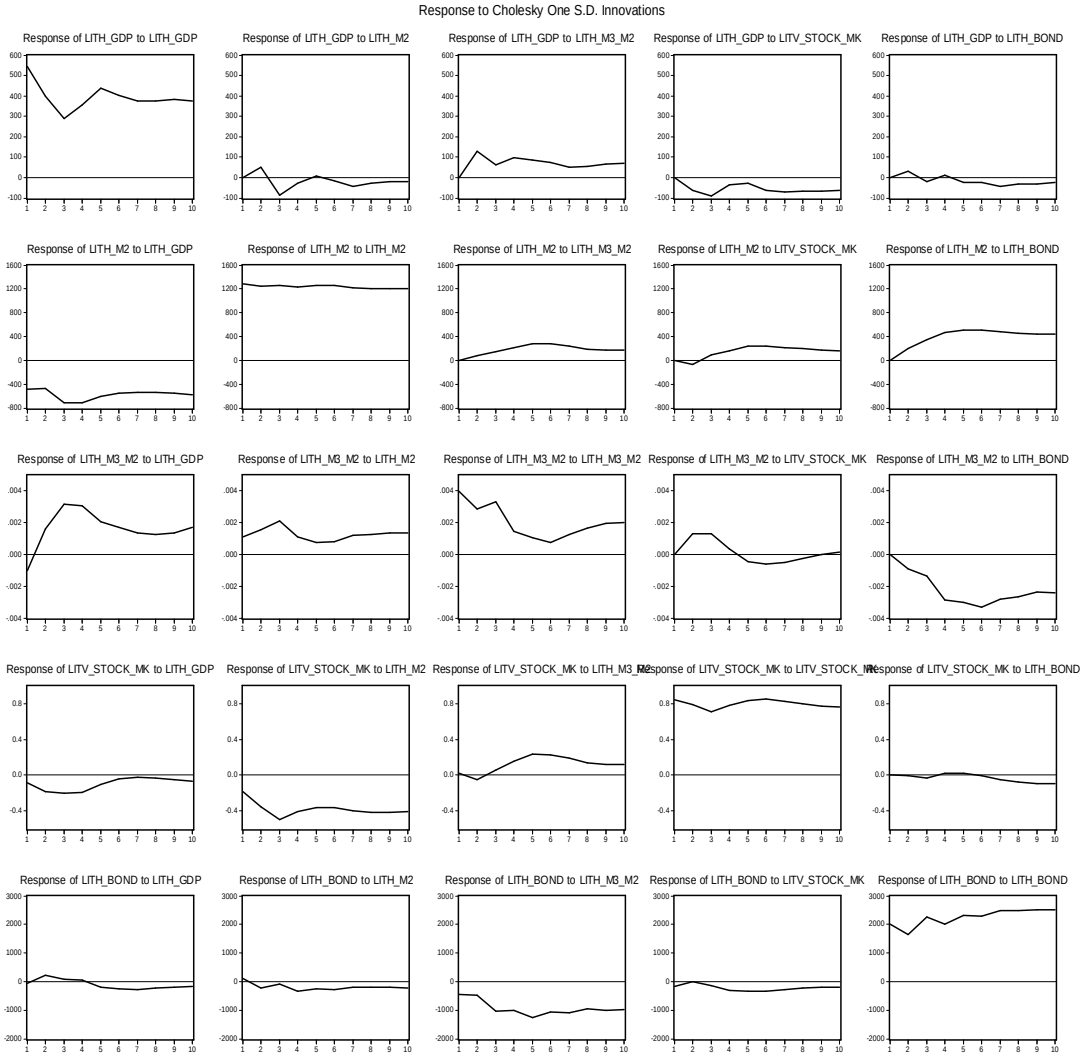
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Letonia



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 9

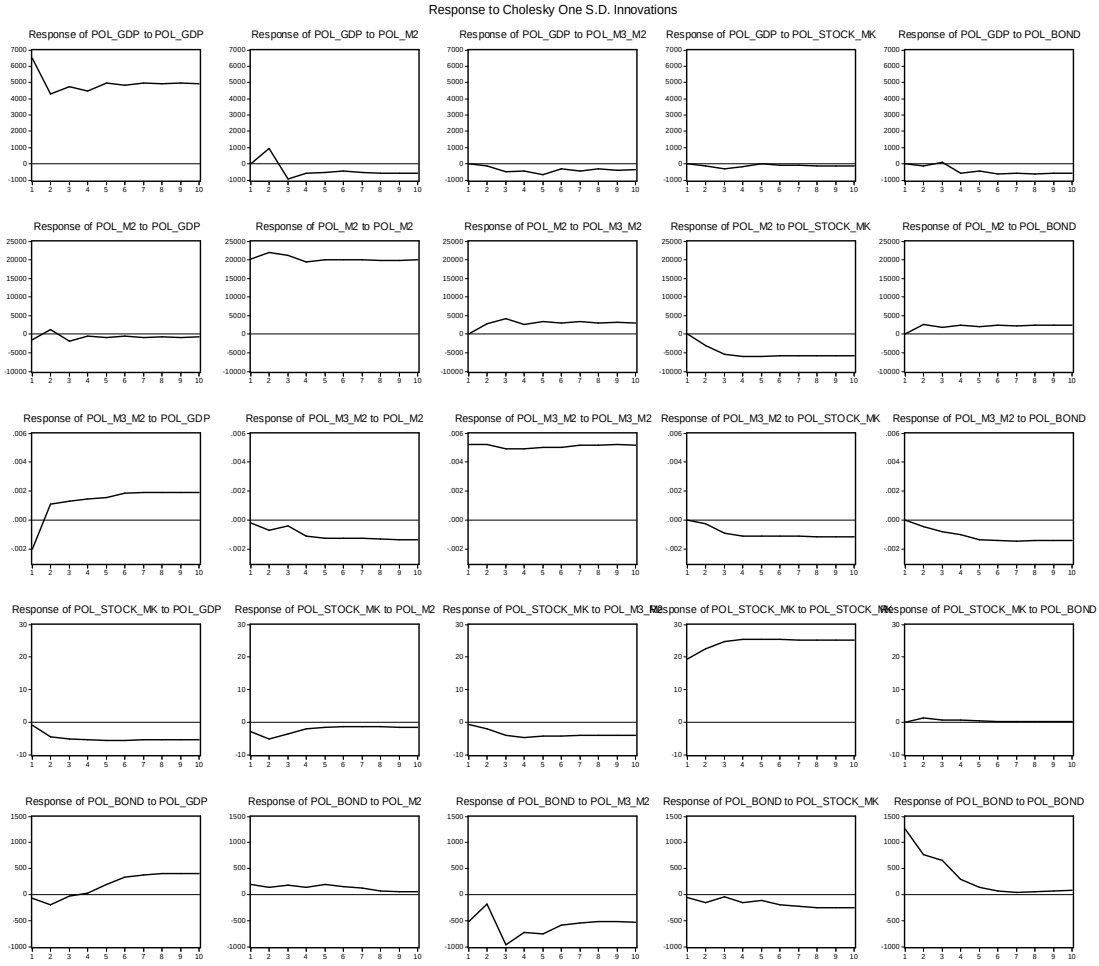
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Lituania



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 10

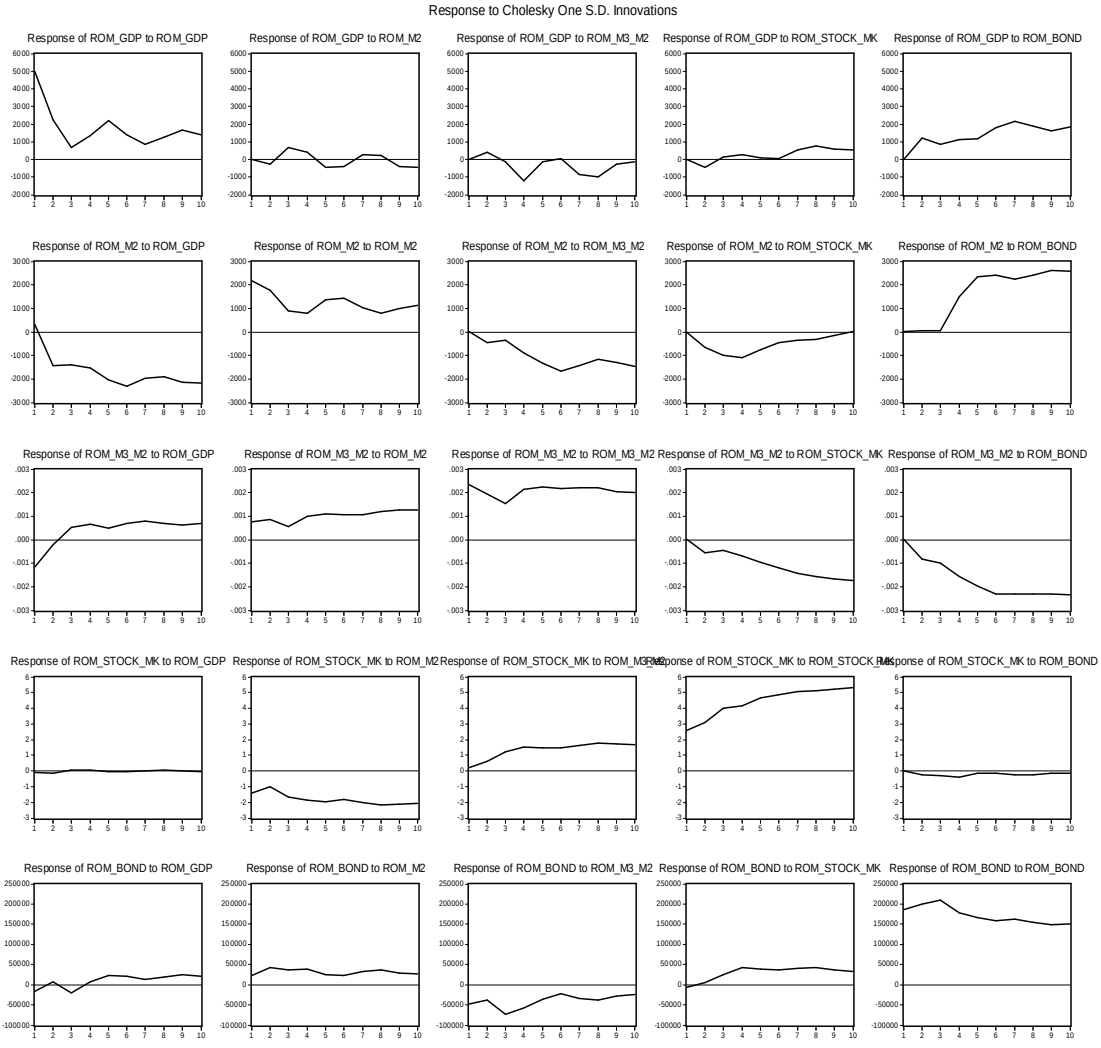
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în Polonia



Sursa: Calcule proprii.

Anexa 11

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în România

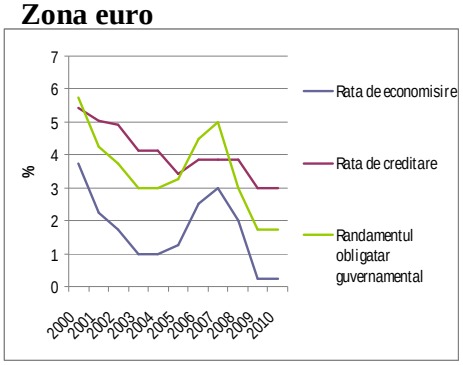


Sursa: Calcule proprii.

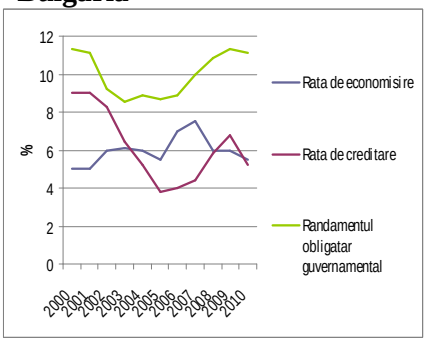
Anexa 12

Rezultate ale aplicării modelului Godley-Lavoie: dinamica ratei de economisire, a ratei de creditare şi a randamentului obligatar guvernamental la nivelul Uniunii Europene

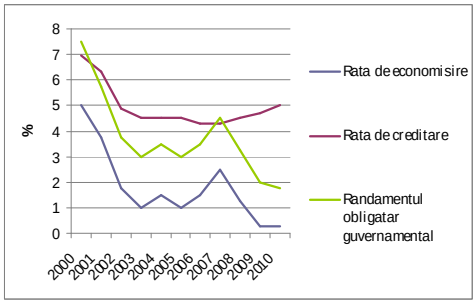
Zona euro



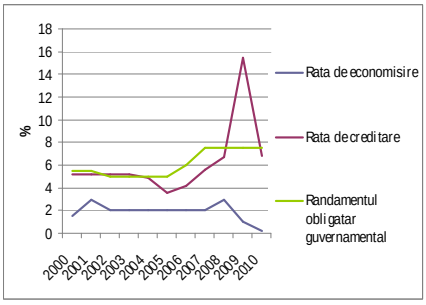
Bulgaria



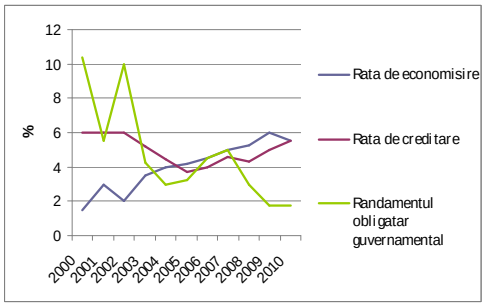
Republica Cehă



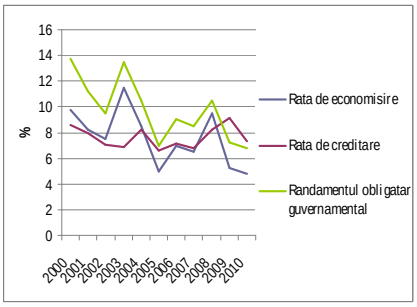
Letonia



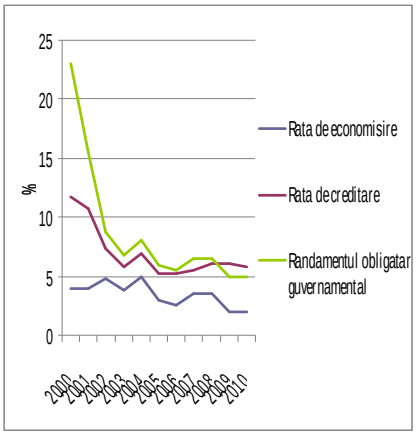
Lituania



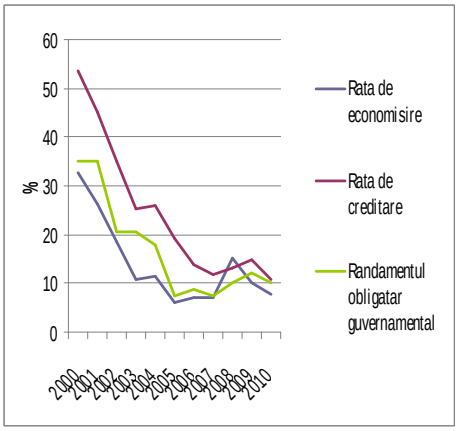
Ungaria



Polonia



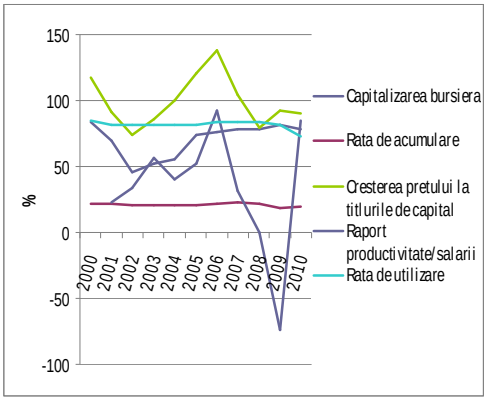
România



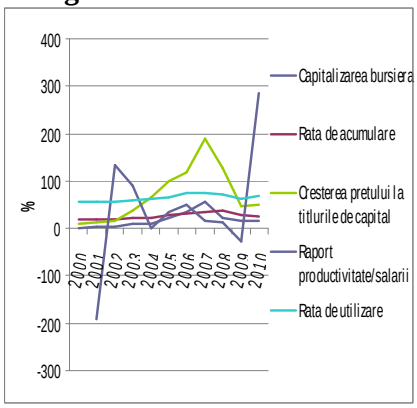
Anexa 13

Rezultate ale aplicării modelului Godley- Lavoie: dinamica indicatorilor relevanţi pentru interacţiunea dintre economia reală şi sistemul financiar la nivelul Uniunii Europene

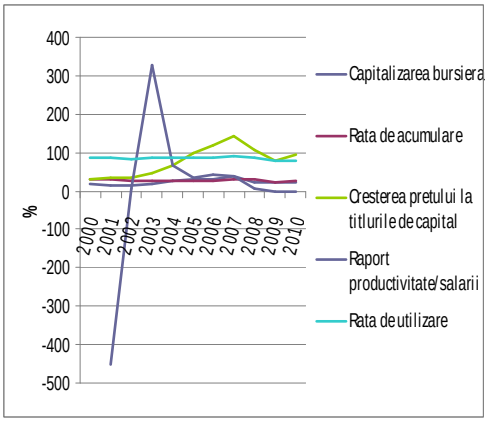
Zona euro



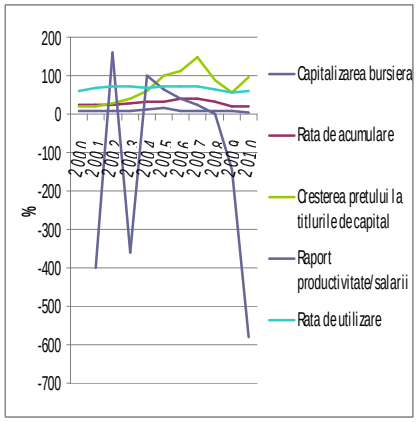
Bulgaria



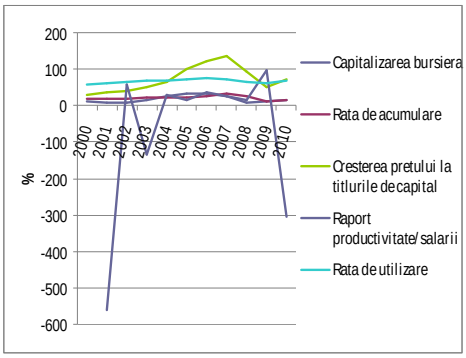
Republica Cehă



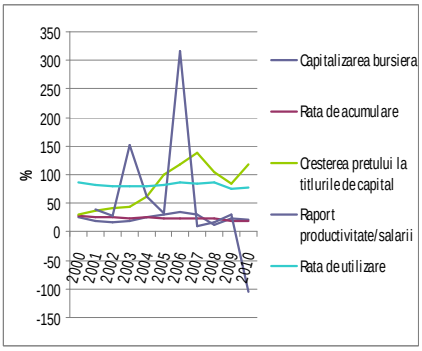
Letonia



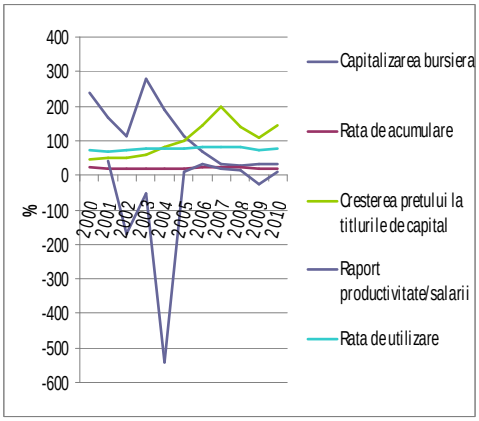
Lituania



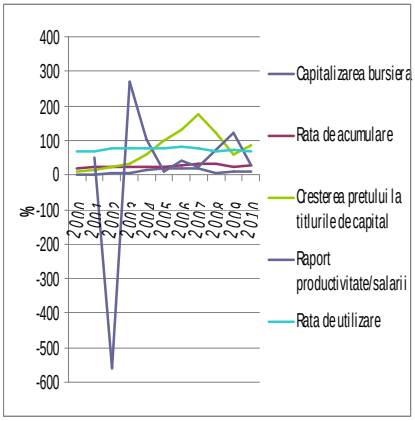
Ungaria



Polonia



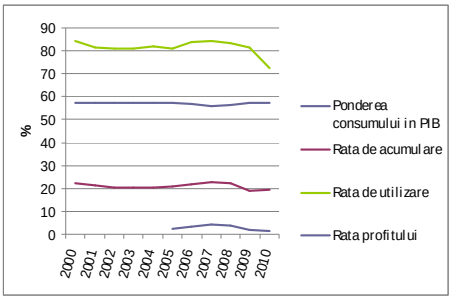
România



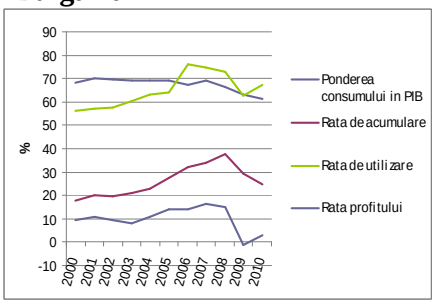
Anexa 14

Rezultate ale aplicării modelului Godley-Lavoie: evoluția ratei de acumulare, a ratei de utilizare a capitalului fizic, a ponderii consumului în PIB şi a ratei profitului

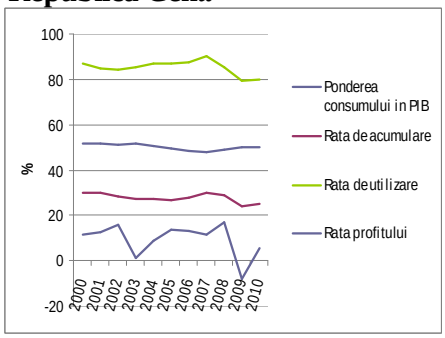
Zona euro



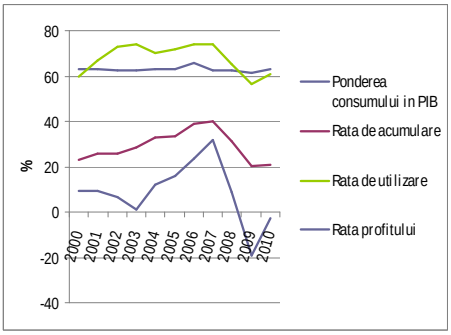
Bulgaria



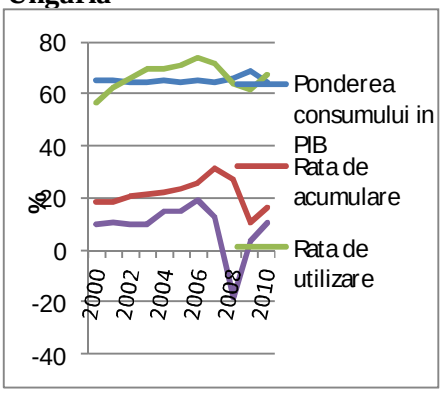
Republica Cehă



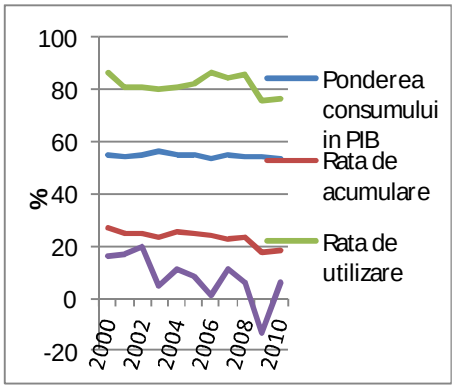
Letonia



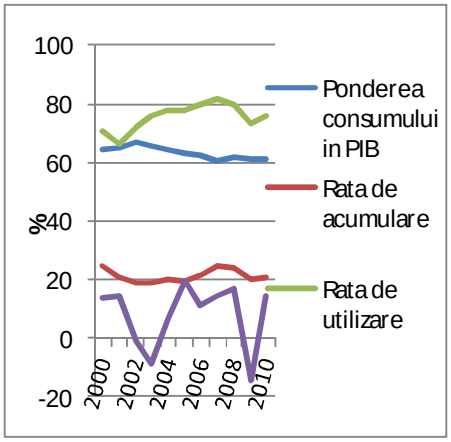
Ungaria



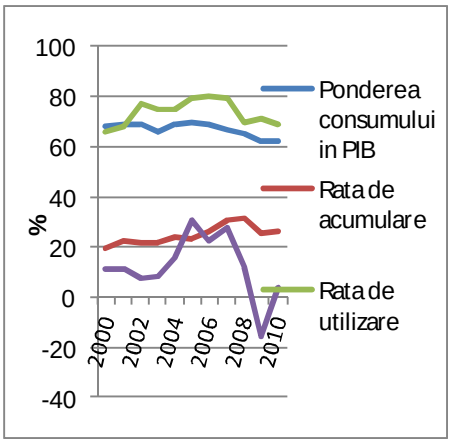
Lituania



Polonia



România



Anexa 15

Rezultatul statistic obținut în urma aplicării metodei ANOVA la nivelul indicelui de stabilitate financiară aferent țărilor din Europa Centrală şi de Est şi zona euro

Test for Equality of Means of CEE_ISF

Categorized by values of CEE_ISF and EURO_ISF

Date: 07/04/12 Time: 19:20

Sample: 1997:1 2011:4

Included observations: 60

Method	df	Value	Probability
Anova F-statistic	(10, 49)	36.00653	0.0000

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	10	467.4239	46.74239
Within	49	63.61005	1.298164
Total	59	531.0340	9.000576

Anexa 16

Rezultatul statistic obținut în urma aplicării metodei ANOVA la nivelul indicelui de stabilitate financiară aferent țărilor din UE care prezintă un grad ridicat de convergență sau divergență în raport cu criteriul de convergență reprezentat de rata dobânzii

Test for Equality of Means of ISF_RISM

Categorized by values of CONV_RI and DIV_RI

Date: 07/04/12 Time: 20:08

Sample: 1 300

Included observations: 300

Method	df	Value	Probability
Anova F-statistic	(57, 2)	14.29276	0.0675

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	57	364.4883	6.394531
Within	2	0.894793	0.447396
Total	59	365.3831	6.192933

Anexa 17

Rezultatul statistic obținut în urma aplicării metodei ANOVA la nivelul indicelui de stabilitate financiară aferent țărilor din UE care prezintă un grad ridicat de convergență sau divergență în raport cu criteriul de convergență reprezentat de ponderea datoriei în PIB

Test for Equality of Means of ISF_DESM

Categorized by values of CONV_DSM and DIV_DESM

Date: 07/04/12 Time: 20:33

Sample: 1 300

Included observations: 300

Method	df	Value	Probability
Anova F-statistic	(16, 283)	14.95020	0.0000

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	16	1368.786	85.54912
Within	283	1619.403	5.722271
Total	299	2988.189	9.993942