**A C A D E M I A  R O M Â N Ă**

**INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE**

**STUDII ECONOMICE**

# *Instabilitatea financiară, ciclurile şi rolul instituțiilor*

Aurel Iancu

Bucureşti
2014

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

**CUPRINS**


1. Introducere ..... 3

2. Abordări privind ciclurile de afaceri şi financiare ..... 4

3. Instabilitatea financiară; cauze şi forme de manifestare ..... 8

3.1. Conținutul termenului de instabilitate ..... 9

3.2. Moduri diferite de abordare ..... 10

3.3. Contribuțiile lui Minsky la dezvoltarea teoriei instabilității financiare..... 12

4. Ciclurile de afaceri şi financiare: structura şi principalele caracteristici ..... 15

4.1. Modelul accelerator-multiplicator în interpretarea lui Minsky..... 16

4.2. Interpretarea ciclicității şi crizei prin prisma instabilității şi a factorului instituțional ..... 19

*4.2.1. Ciclurile medii*..... 20

*4.2.2. Ciclurile lungi* ..... 21

5. Evidențe privind rolul schimbării instituțiilor în desenarea ciclurilor în țările ECE ..... 26

5.1. Ciclurile de afaceri ..... 28

5.2. Ciclurile financiare ..... 31

5.3. Comparații între ciclurile de afaceri şi ciclurile financiare ..... 37

6. Concluzii ..... 42

Bibliografie ..... 44

Anexe ..... 47

# INSTABILITATEA FINANCIARĂ, CICLURILE ŞI ROLUL INSTITUȚIILOR

AUREL IANCU*

**Abstract:** *In this study I review the main scientific contributions of Minsky and other scholars to the financial instability and crisis issues, and the role of institutions in modeling the medium and long business and financial waves. The topics developed in this paper are the following: the relationships between financial instability, business and financial crisis and institutions; the thwarting of the explosive instability by the specific institutions' actions and regulations; the impact of the institutional changes on the business and financial cycles; the empiric approach to the business and financial cycles and their synchronization in the Central and Eastern Europe countries / members of the EU, taking into account the main characteristics of the changes in these countries' institutions.*

**Keywords**: *financial instability, business cycles, financial cycles, institutions, long waves, basic cycles, supercycles, Central and Eastern Europe countries*

**JEL**: *B52; B52; D53; G01; G2; L51; P11; P21; P31*

## 1. Introducere

Criza izbucnită în 2007 în SUA şi ceva mai târziu în Europa şi în alte regiuni ale lumii, precum şi criza curentă din zona euro au înviorat enorm dezbaterile ştiinţifice privind cauzele şi efectele economice şi sociale ale acestora. Totodată, s-au intensificat discuţiile despre tehnicile şi politicile ce trebuie adoptate pentru semnalizarea timpurie a crizelor şi pentru atenuarea efectelor negative ale acestora. Deşi abordate şi descifrate cu multe decenii în urmă de un număr mare de cercetători, printre care un loc de seamă îl ocupă Minsky şi adepţii săi, problematica supusă dezbaterii privind rolul instituţiilor[1] şi dinamica acestora asupra ciclicităţii şi crizelor economice şi

* Institutul Naţional de Cercetări Economice al Academiei Române.

[1] Spre deosebire de înţelesul comun, acela al existenţei şi funcţionării organizaţiilor publice, în înţelesul ştiinţific adoptat în acest studiu, noţiunea de **instituţie** cuprinde întregul sistem de reguli după care se ghidează indivizii şi grupurile sociale în întreaga lor activitate publică, civică şi privată, ca şi în relaţiile lor de convieţuire. În sensul său cel mai larg, acest sistem de reguli este tradus şi compus din setul de norme juridice, obiceiuri, credinţe, superstiţii comportamente uzuale, individuale şi colective, precum şi multitudinea de organizaţii publice şi private, grupuri sociale organizate care au la baza funcţionării lor reguli scrise şi nescrise sau cutume.

financiare rămâne, din păcate, în umbra unor abordări cu explicaţii incomplete, trunchiate sau inadecvate. În studiul de faţă vom face o scurtă incursiune în trecut privind principalele contribuţii la cercetarea problemei ciclicităţii (secţiunea 2) şi apoi ne vom ocupa de aspectele instabilităţii financiare, de cauzele şi formele de manifestare ale instabilităţii (secţiunea 3). Urmează ca în secţiunea 4 să oferim explicaţiile strict necesare referitoare la ciclurile economice şi financiare sub impactul schimbărilor instituţionale, structura şi principalele caracteristici, iar în secţiunea 5 să ilustrăm cu date statistice rolul schimbării instituţiilor în formarea şi desenarea ciclurilor şi în sincronizarea unor faze ale acestora în ţările Europei Centrale şi de Est (ECE). În secţiunea 6 vom trage câteva concluzii.

## 2. Abordări privind ciclurile de afaceri şi financiare

Ştiind că evoluţia economică şi financiară are o anumită ciclicitate şi că fazele de avânt alternează cu cele de criză şi de depresiune, economiştii nu au fost surprinşi de apariţia ultimelor crize, ci mai mult de agresivitatea şi de durata acestora.

Cu un secol şi jumătate în urmă, Juglar (1862), căruia i-au urmat şi alţi economişti de seamă, a observat că economia, ilustrată prin serii cronologice lungi de indicatori economici şi financiari, nu evoluează lin, ci ondulatoriu, cu fluctuaţii sau evoluţii ce alternează cu o regularitate aproximativă între perioadele de expansiune, urmate de perioadele de depresiune şi apoi de revenire la cele de expansiune[2]. Potrivit formulării date de Burns şi Mitchell, ”Ciclurile economice sunt un tip de fluctuaţii observate în activitatea economică agregată a naţiunilor care organizeaza

Aceste reguli şi organizaţii, formate şi perfecţionate secole de-a rândul, formează stâlpii de rezistenţă, arhitectura şi infrastructura organizării şi funcţionării grupurilor sociale la nivel local, naţional, regional şi mondial. Această reţea de reguli şi organizaţii formează sistemul instituţional care, împreună cu instrumentele economice – piaţa, banii, stimulentele economice, taxele şi impozitele etc. – formează mecanismele de funcţionare a economiei. Constituirea şi funcţionarea instituţiilor înseamnă trecerea de la anarhie la ordine, prin introducerea şi respectarea regulilor sau normelor după care trebuie să se desfăşoare viaţa economică şi socială.

**Reglementarea** înseamnă impunerea aplicării regulilor de către autorităţile guvernamentale sau organizaţiile abilitate, impunere sprijinită de folosirea penalităţilor menite să modifice comportamentul economic al persoanelor şi firmelor, fie în cadrul sistemului instituţional existent, fie prin modificări aduse acestui sistem.

[2] În anul 1862, Clement Juglar a publicat prima ediţie a cărţii *Des crises commerciales et leur retour péridique en France, Angleterre et aux Etats-Unis,* iar în 1889, cea de-a doua ediţie lărgită. La acestea se adaugă mai multe articole despre criza comercială şi financiară cu caracter ciclic, printre care, în 1857, *Des crises commerciales et monétaires de 1800 à 1857,* în *Journal des économistes* şi în 1900, *Les crises commerciales et financières et les crises économiques, Congrès international des valeurs mobilières.*

activitatea lor îndeosebi in întreprinderi de afaceri. Un ciclu consta in expansiuni ce se desfasoara aproximativ in acelasi timp de multe activitati economice, urmate, in genere in mod similar, de recesiuni, contractii si regenerari care se unesc intr-o faza de expansiuni ale ciclului urmator."[3]. Aprofundarea studiului acestui fenomen în deceniile care au urmat a confirmat adevărul că ciclurile reprezintă mişcări fluctuante ale economiilor şi ale unor segmente/componente ale acestora sub impulsul unor factori endogeni şi exogeni, mişcări manifestate sub forma unor unde de diferite lungimi şi intensităţi induse în sistem de acceleratori şi de multiplicatori. În funcţie de lungimea şi de intensitatea cu care acţionează undele şi de domeniul de aplicaţii, ciclurile sunt de mărimi şi durate diferite, măsurate prin distanţa, în timp, între două vârfuri ale unor indicatori economici şi financiari esenţiali – producţie, şomaj, preţul activelor, deficitul de cont curent etc.

Indiferent de tipul ciclurilor la care se fac referiri (în funcţie de frecvenţa în timp, cauza originară şi domeniu), ciclurile se manifestă într-un mod mai mult sau mai puţin asemănător în ce priveşte sincronizarea oscilaţiilor producţiei, ocupării forţei de muncă, pieţelor de capital, preţurilor activelor financiare, pieţelor creditelor. Ele (ciclurile) se deosebesc însă prin frecvenţă, amplitudine, domenii de manifestare (tehnologic, financiar, afaceri), factori determinanti (investitii,credite, schimbari institutionale, socuri monetare si fiscale), spatii geografice (locale, regionale, globale).

O clasificare importantă care ridică încă multe controverse este cea privind durata ciclurilor. Din acest punct de vedere, de exemplu, în tradiţia schumpeteriană, ciclurile se clasifică pe termen scurt, mediu şi lung, după caracteristica factorilor determinanţi.

În decursul timpului, crizele şi ciclicitatea acestora au fost puse de către diferiţi autori pe seama unor factori cum sunt: inovările majore, investiţiile, excesele de îndatorări şi de deficite, factorii sezonieri, factorii psihologici sau comportamentali ce ţin de natura umană. Fiecare dintre aceşti factori au fost luaţi în considerare de diferiţi autori în decursul timpului, în funcţie de stadiul cunoaşterii, de domeniul studiat, de curentele de gândire dominante la un moment dat sau de viziunea fiecărui autor asupra tratării problemei.

Studiul sistematic al ciclicităţii crizelor a început propriu-zis din primele decenii ale secolului 20, inaugurate de următorii autori importanţi:

---

[3] Arthur Burns, Wesley C. Mitchell, 1946, *Measuring Business Cycles*, NBER, in *NBER Book Series, Studies in Business Cicles, p. 4*.

- Kitchen (1923) care, în baza unor serii financiare cronologice şi a unor indici de preţuri cu ridicata, a evidenţiat existenţa unor cicluri majore de zece ani, alături de cicluri minore de trei ani;
- Kondratiev (1935), folosind serii cronologice ale preţurilor cu ridicata şi ale producţiei, a evidenţiat existenţa ciclurilor lungi cu durata de 50 de ani;
- Schumpeter (1939) a dezvoltat teoria ciclurilor lungi, punând la baza explicării acestora ciclurile de viaţă ale inovărilor majore, cu luarea în considerare a norilor (clusterelor) de inovări derivate şi a activităţilor generate de inovări. Totodată, Schumpeter a elaborat o sinteză a fluctuaţiilor în termenii aşa-numitelor cicluri integrate, cu următoarea evidenţiere: un ciclu lung de tip Kondratiev acoperă şase cicluri majore de tip Juglar, iar fiecare dintre aceste cicluri din urmă conţine (acoperă) trei cicluri minore de tip Kitchen. În practică, tipurile de cicluri menţionate, strâns legate între ele, se pot suprapune unele cu altele, ceea ce face ca fazele de criză şi de recesiune să se prelungească şi să se adâncească, să devină mai grave, mai distructive.

Studiul fenomenului ciclicităţii şi dezechilibrelor a continuat de către mulţi alţi economişti de frunte: Fisher, Hicks, Hansen, Samuelson, Kuznetz, Kalecky, Lucas, Madison, Krugman, Aglietta, Boyer ş.a. Ei au pus în lumină abordări şi construcţii ingenioase de modele. Printre acestea se remarcă:

- cele centrate pe dinamica dezechilibrelor produse de acumularea de capital prin mecanismul multiplicatorilor şi acceleratorilor investiţionali şi pe dinamica preţurilor, salariilor şi dobânzii ca răspuns la dezechilibrele pieţelor de bunuri, ale pieţei muncii şi ale pieţelor financiare;
- cele centrate pe evidenţierea ciclului real, în cadrul teoriei noii economii clasice (NEC), menit să reinterpreteze aşa-numitul ciclu conjunctural[4] la originea căruia stă contribuţia şocurilor financiare, tehnologice şi a productivităţii. Este o revenire la teoriile prekeynesiste;
- cele bazate pe noul keynesism, cu fluctuaţii întemeiate pe viziunea macroeconomică şi cu acceptarea existenţei unor neajunsuri majore în ce priveşte coordonarea economiei capitaliste, imperfecţiunea concurenţei, asimetria informaţiei, rigiditatea pieţei muncii. În construcţia noii teorii keynesiste, autorii iau în considerare următoarele elemente fundamentale: manifestarea incertitudinii, reprezentarea comportamentelor şi caracterul specific al pieţelor de bunuri şi servicii, de credit şi de muncă, precum şi rolul sistemului monetar şi al intervenţiei publice în diferite faze ale ciclului.

[4] În opinia lui Lucas (1973), ciclul conjunctural se consideră cel care rezultă din fluctuaţiile pe termen scurt şi pe termen mediu în raport cu echilibrul general care priveşte evoluţia economiei pe termen lung.

- Şcoala austriacă, reprezentată de Mises (1912-1953; 1936) şi Hayek (1933-1975; 1970), face un pas important pe linia explicării interacțiunii economiei reale cu sistemul de credit în cadrul ciclului. Aceşti autori văd ciclul afacerilor ca un rezultat al creşterii vertiginoase a creditului, în condițiile unor rate ale dobânzilor excesiv de joase, care induc o supraexpansiune a cheltuielilor de investiții la niveluri nesustenabile (Guttmann R., 2012).

- Minsky este economistul care deschide un nou curs asupra abordării, interpretării şi înțelegerii ciclicității crizelor. În primul rând, el se înscrie printre cei care abordează ciclul financiar de sine stătător ca semn de recunoaştere a mutării centrului de greutate de la ciclul afacerilor la cel financiar. De altfel, Minsky reia şi dezvoltă teoria economiştilor monetarişti privind rolul factorului monetar-financiar în formarea şi dinamica ciclurilor de afaceri. Spre deosebire de aceştia însă, el are în vedere rolul dominant pe care l-a dobândit sectorul financiar prin ridicarea gradului de financiarizare, de control şi de comandă al economiilor în ultima jumătate de secol[5].

În al doilea rând, prin abordările sale şi soluțiile date, deşi sintetizează teoriile lui Marx, Schumpeter, Keynes, Samuelson, Hicks etc., totuşi, în teoriile şi în ipotezele sale privind instabilitatea sistemului, schimbările instituționale, panica şi euforia sunt tratate ca generatori puternici care pun în mişcare şi adâncesc fluctuațiile şi ciclurile de afaceri şi financiare.

De remarcat este însă faptul că discuțiile asupra ciclicității crizelor sub impactul schimbărilor instituționale sunt mult mai restrânse, iar tezele sau ipotezele, atunci când sunt emise, sunt insuficient analizate şi demonstrate empiric sub acest aspect, mai ales atunci când se fac referiri fie la ciclurile lungi, fie la cele mijlocii.

Într-adevăr, cu tot numărul impresionant de studii ştiințifice apărute pe subiectul ciclului şi crizei, cu explicații şi analize profunde, totuşi cele mai multe dintre acestea suferă prin faptul că factorii implicați nu sunt astfel ierarhizați încât instituțiile să fie puse acolo unde ele ar merita, adică să fie privite ca determinanți primari ai ciclicității. Interpretarea problemelor prin prisma teoriei instituționalismului ar putea să contribuie la înțelegerea şi soluționarea mai bună şi mai viabilă a problemelor privind ciclul financiar şi criza financiară.

---

[5] Hawtrey (1929) vede ca ultimă cauză a alternanțelor de la faza de expansiune la faza de depresiune schimbările care au loc în mişcarea banilor. Hayek (1933/1975) consideră că ruptura în echilibrul economic este determinată de factorii monetari. Fisher (1933) subliniază că supraîndatorările şi deflația sunt factori fundamentali care determină crizele şi ciclurile şi care stau la originea fenomenelor de perturbări în cascadă.

Dacă, după unele păreri, sistemul financiar ar fi cel mai instituționalizat şi reglementat sector din întreaga economie (Croitoru, 2013), aceasta nu înseamnă nicidecum că acest sector ar avea şi cea mai rațională sau mai eficientă arhitectură şi construcție instituțională. După cum dovedeşte istoria recentă a crizelor financiare, tocmai inadvertențele flagrante care au ieşit treptat la iveală în această construcție (din SUA, din zona euro, din zona ECE), precum şi fisurile care îşi fac loc şi se lărgesc provoacă dezastre financiare greu de stăpânit, cu urmări economice şi sociale dureroase. Istoria a dovedit că nici teoria marxistă a instabilității până la autodistrugere a sistemului capitalist, nici teoria keynesistă a intervenției statului prin cheltuieli publice în cazul marilor depresiuni şi nici teoria echilibrului prin autoreglarea sistemului economic nu pot oferi explicațiile complete şi cu atât mai mult soluțiile necesare la problemele marilor dezechilibre şi crize economice.

Dintre toate teoriile existente astăzi în circulație, teoria minskyană a ciclurilor (privită prin prisma ipotezei instabilității sistemului, cu luarea în considerare a structurii instituționale şi a inovării financiare) pare să fie singura care asigură atât coerența internă necesară, cât şi consistența cu realitatea. Ceea ce este specific, această teorie nu este închegată într-un sistem, ci împrăştiată sub formă de fragmente şi idei în diferite articole publicate de-a lungul deceniilor. Încercări de constituire şi de dezvoltare a teoriei minskyene pe diferite laturi ale instabilității, în special pe cele legate de criza financiară, au făcut numeroşi economişti. Printre aceştia se disting, în primul rând, Palley (2009), care dezvoltă teoria ciclurilor medii (de bază) şi pe cea a ciclurilor lungi (superciclurilor) prin prisma instabilității sistemului şi limitărilor (sau contracarărilor) instituționale, iar în al doilea rând, Wray (2009), care abordează pe un plan mai larg fazele de dezvoltare a capitalismului financiar în condițiile creşterii complexității sistemului prin financiarizarea economiilor şi inovările financiare.

În secțiunea care urmează ne propunem să reluăm şi să interpretăm teoria lui Minsky privind instabilitatea financiară şi formele acesteia de manifestare ca explicații necesare ale ciclului şi crizei.

## 3. Instabilitatea financiară; cauze şi forme de manifestare

Pentru a înțelege mai bine problema ciclurilor şi a crizelor economice şi financiare, trebuie să ne referim mai întâi la problema instabilității financiare. Aceasta ne poate oferi explicațiile necesare privind geneza şi declanşarea crizelor, precum şi posibilitățile de stabilizare a unei economii instabile prin amânarea sau îmblânzirea crizelor şi prin atenuarea efectelor distructive ale acestora.

### 3.1. Conţinutul termenului de instabilitate

Termenul de instabilitate este folosit mai ales în ştiinţele exacte[6], cu înţelesuri şi definiri specifice şi riguroase. În ştiinţele economice, de regulă, termenul se foloseşte în două înţelesuri:

a) În înţelesul larg, la nivelul sistemului economic şi la cel financiar, pentru a pune în evidenţă diferite caracteristici ale acestora, cum sunt: caracterul lor fluctuant, fluiditatea proceselor, dezechilibrele la care sunt supuse sistemele, schimbările cantitative şi mutaţiile calitative, nestatornicia sau labilitatea proceselor, incertitudinea previziunilor privind desfăşurarea în timp a unor indicatori economici şi financiari vitali – preţul de piaţă al activelor de capital, preţul produselor, profitul etc.;

b) În înţelesul restrâns, legat de starea explozivă (de criză) a sistemului economic în cadrul ciclului economic şi financiar, pentru a pune în evidenţă caracteristicile fazei privind criza, procesul de acumulare a tensiunilor din faza premergătoare crizei, procesul de detensionare a sistemului din fazele de criză şi de postcriză, precum şi rolul instituţiilor şi reglementărilor pentru evitarea colapsului şi regenerarea sistemului capitalist.

Potrivit concepţiilor economice moderne, instabilitatea este un proces natural. Nici mâna invizibilă a lui Adam Smith şi nici chiar intervenţiile băncii centrale şi/sau guvernamentale nu pot elimina cu totul instabilitatea financiară, cu efectele sale explozive – crizele. Intervenţiile pot doar să producă amânarea izbucnirii crizelor sau/şi atenuarea efectelor distructive ale acestora, precum şi reducerea perioadelor de depresiune.

Ciclurile şi crizele economice sunt strâns legate de instabilitatea financiară. Finanţele reprezintă factorul cu rol crucial în fluctuaţiile economice, iar instabilitatea financiară este un proces, o tendinţă, nu doar un moment sau un simplu eveniment. Ciclurile şi crizele financiare sunt considerate forme de manifestare ale instabilităţii financiare.

Dintre cele două mari concepte antonime ce domină ştiinţa economică – echilibrul financiar şi instabilitatea financiară – aflate timp îndelungat în centrul disputelor ştiinţifice dintre economişti, cel de-al doilea concept menţionat – instabilitatea – a căpătat tot mai mult teren, acesta fiind semnul că teoria economică se află cu faţa spre realităţi, că spiritul critic în buna tradiţie keynesistă este învingător.

Instabilitatea financiară, ca şi cea economică, este un proces dinamic. Criza financiară este forma de manifestare explozivă a procesului de instabilitate financiară generată în cursul fazei de expansiune a ciclului de afaceri în cadrul căruia se acumulează tensiuni care se sting prin declanşarea crizelor.

---

[6] Teoria sistemelor, teoria controlului, mecanica solidelor, studiul fluidelor, clima, studiul plasmei.

### 3.2. Moduri diferite de abordare

Neputând nega existența instabilității financiare ca proces natural şi evident, părerile economiştilor sunt împărțite în legătură cu cauzele acestui proces, cu modurile de abordare şi de interpretare a tendințelor şi formelor de manifestare. În multe analize referitoare la instabilitatea şi criza financiară, autorii văd ca principale cauze şocurile provocate de lăcomie, exuberanța irațională, politici greşite sau necugetate. De exemplu, o cauză des invocată este lăcomia pentru profit sau pentru venituri ridicate, care determină investitorii, băncile şi managerii financiari să se angajeze în aplicarea unor politici, proiecte sau operații cu riscuri prea ridicate sau chiar în aplicarea unor scheme frauduloase care se încheie cu şocuri în sistem.

Alte explicații privind cauzele instabilității şi crizelor financiare care țin tot de mania irațională producătoare de şocuri vin de la adepții doctrinei monetariste şi constau în câteva variante legate de oferta monetaristă sau de erori ale politicii monetare. Printre acestea, Wray (2001) menționează următoarele: 1) aplicarea de către banca centrală a unor rezerve bancare minimum obligatorii exagerat de mari; 2) extinderea prea rapidă şi în proporții prea mari a ofertei monetare; 3) reacții exagerate ale băncii centrale față de inflație, prin reducerea prea puternică şi bruscă a ofertei monetare; 4) fluctuații puternice ale ratelor de schimb, mai ales în cazul țărilor cu rate ridicate ale datoriilor publice şi private; 5) reducerea bruscă a ofertei monetare a creditorilor către împrumutați, ca urmare a aplicării unor politici restrictive adoptate de băncile centrale, mai ales în cazul crizei creditelor.

Instabilitatea mai este văzută şi ca un proces natural care generează starea de fragilitate a sistemului, opusă stării robuste. Instabilitatea în acest caz este izvorâtă din însăşi dinamica structurii şi mecanismului de funcționare a economiei capitaliste. Printre explicațiile privind cauzele instabilității financiare aparținând acestei categorii de analize este cea dată de Marx şi ajustată şi dezvoltată de Keynes şi, mai târziu, de Minsky. Această categorie de analize avea să capete conturul unei noi paradigme, având ca principale caracteristici coerența şi consistența cu realitatea. Marx, în explicațiile sale, porneşte de la observațiile potrivit cărora, în condițiile pieței libere (laissez faire), nu numai că nu se realizează echilibrul, ci are loc anarhia în producție, ce se extinde şi se adânceşte, iar ciclul productiv începe cu banii din surse proprii şi din împrumuturi pentru cumpărări de instrumente de lucru, materii prime şi plata salariilor şi se încheie cu mai mulți bani în urma vânzării mărfurilor pe piață (B-M-B').

În condiţiile în care proprietarul nu reuşeşte să vândă marfa deja produsă din cauza concurenţei sau/şi scăderii cererii ori atunci când preţurile pieţei coboară la nivelul sau chiar sub nivelul costurilor, el (proprietarul) caută să contracteze noi împrumuturi, sperând să-şi redreseze afacerile. În caz de nereuşită, întreprinderea intră în insolvenţă şi apoi în faliment. Intrarea deodată a mai multor firme în faliment afectează sistemul bancar, întrucât, nemaiputându-şi recupera banii împrumutaţi, băncile nu-şi mai pot onora obligaţiile de plată, de unde apare panica, astfel încât întregul sistem economic este expus colapsului. Expunerea este cu atât mai ridicată, iar probabilitatea de a se înfăptui este cu atât mai mare cu cât structura instituţională este mai adecvată pieţelor libere, adică, în limbajul modern, mai dereglementată.

Keynes reia şi dezvoltă ideile lui Marx privind instabilitatea economică şi financiară a sistemelor de pieţe libere în cartea sa *Teoria generală*. Pornind de la postulatul lui Marx potrivit căruia producţia capitalistă începe cu bani şi se aşteaptă să se termine mai târziu cu mai mulţi bani, Keynes a introdus în analiză şi a dezvoltat teoria determinării echilibrului producţiei şi folosirii forţei de muncă ce încorporează în mod explicit aşteptările (expectations). De asemenea, el a dezvoltat teoria investiţiilor în cadrul căreia a tratat problemele privind efectele multiplicatorului şi ale aşteptărilor în determinarea ciclurilor de afaceri, riscul şi incertitudinea, precum şi rolul unor factori psihologici cum sunt înclinaţia marginală spre consum, optimismul, pesimismul şi altele.

În acord cu ideile lui Marx şi în dezacord cu cele ale lui Smith, Keynes a demonstrat că în economiile capitaliste nu există forţe naturale de autoredresare care să ducă la folosirea deplină a forţei de muncă. De asemenea, ca şi Marx, Keynes a arătat adevăratul rol nociv al lichidităţii, caracterizate ca forţă destabilizatoare care ridică bariere în calea folosirii depline a forţei de muncă (Wray, 2001, p. 4)[7].

Spre deosebire de Marx, care a văzut şi a abordat instabilitatea economică şi financiară ca un proces al unui sistem care se autodistruge şi dispare, Keynes, precum şi adepţii săi în frunte cu Minsky au privit şi tratat instabilitatea în spiritul lui Schumpeter, ca un proces natural de refacere şi perfecţionare periodică a sistemului economic şi financiar cu fluctuaţii desfăşurate între anumite limite maxime şi minime, numite plafoane şi praguri, ca restricţii acceptate de sistemul şi de mecanismul instituţional ca parte integrantă a sistemului economic şi financiar capitalist.

---

[7] Wray subliniază că ”ridicarea preferinţei pentru lichiditate coboară cererea pentru active de capital, care conduce la coborârea producţiei de bunuri de investiţii şi, în felul acesta, căderea venitului şi folosirii forţei de muncă prin efectul multiplicatorului”.

### 3.3. Contribuţiile lui Minsky la dezvoltarea teoriei instabilităţii financiare

Din dezbaterile ştiinţifice şi din evaluările efectuate de diverşi autori din ultimul deceniu se desprinde părerea unanimă a acestora că Minsky este creatorul teoriei moderne a instabilităţii financiare. El îşi întemeiază teoria pe ideile emise de Marx şi Keynes despre instabilitatea sistemului pieţelor libere, pe complexitatea la care au ajuns structura şi relaţiile financiare ale economiilor dezvoltate, precum şi pe străduinţa sa de a găsi răspunsuri la numeroase întrebări fundamentale, de următoarele genuri: 1) în ce raport se află instabilitatea financiară cu echilibrul financiar; 2) ce rol au investiţiile financiare în procesul de instabilitate; 3) care este legătura dintre instabilitatea financiară şi ciclul afacerilor; 4) ce rol au instituţiile în dinamica instabilităţii şi a crizei financiare.

În următoarele rânduri ale acestei secţiuni, vom reda numai câteva elemente privind contribuţia lui Minsky la dezvoltarea acestei teorii şi răspunsuri la unele dintre aceste întrebări.

Potrivit concepţiei lui Minsky, sistemul economic şi financiar capitalist, prin însăşi esenţa sa, este instabil, predispus la crize, acestea apărând nu neapărat din cauza unor şocuri din afară, ci a unor cauze interne. După o perioadă liniştită, începe să se manifeste tot mai puternic boomul economic şi financiar şi, totodată, să se accentueze şi tensiunile generate de desincronizarea şi discrepanţele dintre veniturile previzionate în trecut şi aşteptate şi veniturile ce se vor realiza în viitor. Tensiunile se acumulează şi se accentuează cu atât mai mult cu cât, în condiţiile moderne, pe de o parte, finanţarea cheltuielilor de investiţii şi de producţie se face pe bază de împrumuturi şi prin acumulări mari de datorii (unde îşi face loc incertitudinea) şi, pe de altă parte, proliferează inovările financiare prin extinderea securitizării şi folosirii derivatelor financiare, precum şi inovările instituţionale, cu toleranţă la risc din partea tuturor agenţilor economici, agenţiilor de rating, sistemului bancar şi agenţiilor de supraveghere, ceea ce favorizează sau stimulează boomul speculativ însoţit de inflaţie.

Pentru explicarea instabilităţii, Minsky apelează, în primul rând, la teoria privind rolul investiţiilor în raport cu consumul în formarea ciclurilor, precum şi la teoria financiară a investiţiilor propusă de Keynes[8]. În dezvoltările sale, Minsky cuplează abordarea factorilor financiari cu

[8] Din păcate, aceste teorii fuseseră uitate odată cu dezvoltarea variantei neoclasice (ortodoxe) a keynesismului de către Hicks, Hansen, Samuelson ş.a.

abordarea factorilor reali investiționali ai fluctuațiilor din economiile dezvoltate şi intens financiarizate, descriind trecerea de la fazele calme sau liniştite (de echilibru relativ)[9], cu structură financiară robustă, la fazele de instabilitate (de criză), cu structuri financiare fragile.

Minsky consideră că ”…investiția este factorul determinant, esențial al cursului pe care îl ia o economie capitalistă” şi că ”…însuşirile ciclice fundamentale ale tipului nostru de economie[10] sunt determinate de relațiile dintre profituri, prețurile activelor de capital, condițiile de pe piețele financiare şi investiții” (Minsky, 2011, p. 354). În mod specific, de instabilitatea financiară este legat modul cum se finanțează investițiile (sursele finanțării) şi deținerea proprietății şi cum se exercită controlul operațional asupra activelor de capital.

Minsky menționează următoarele trei surse de finanțare: a) numerarul şi activele financiare disponibile; b) profitul (după impozitare şi plata dividendelor); c) fondurile atrase prin împrumuturi sau prin emiterea unor titluri de participare la capital.

Întrucât investițiile din economiile moderne se ridică la sume foarte mari, iar perioadele de gestație a acestora sunt, de asemenea, mari, partea atrasă din afară prin împrumuturi pentru finanțare capătă dimensiuni exagerate în raport cu capitalul propriu al unităților economice. La această tendință contribuie în mare măsură atât practicarea unui cost redus al împrumutului (rată redusă a dobânzilor), cât şi extinderea garanțiilor guvernamentale în cazurile susținerii unor programe sociale (locuințe) şi a unor programe strategice militare.

În economiile dezvoltate, unde corporațiile (societățile pe acțiuni), în raport cu asocierile şi cu micile proprietăți, au devenit predominante ca volum al afacerilor, piețele financiare, împreună cu creditele au luat un mare avânt. Acest avânt se datoreşte şi extinderii rapide a inovărilor financiare. Pe lângă efectele pozitive produse, ele ascund riscuri şi incertitudini şi, totodată, stimulează activitățile speculative prin tranzacționarea titlurilor de credit şi comerciale, a acțiunilor şi a contractelor comerciale şi financiare din diferite domenii. Tendința de creştere a cotațiilor bursiere conduce la o acumulare a aprecierilor capitalului unităților economice şi la majorări ale prețurilor, concomitent cu diminuarea marjelor de siguranță împotriva riscului.

---

[9] Minsky preferă să împrumute termenul de perioadă liniştită de la Joan Rodinson în locul termenului de echilibru care poate induce în eroare (Minsky, 2011, p. 365).

[10] Este vorba de economia SUA, cu structuri şi instituții financiare dezvoltate.

Menținerea unui timp mai îndelungat a acestor tendințe, fără aplicarea unor politici corectoare, conduce la apariția așa-numitelor baloane declanşatoare de criză. O scădere puternică a cotațiilor piețelor de capital produce un impact însemnat asupra instabilității financiare, prin majorarea poverii datoriei în raport cu valoarea activelor validate de piața de capital şi prin diminuarea puterii de împrumut a agenților economici implicați.

În concluzie, finanțarea economiilor şi, în primul rând, a investițiilor pentru producerea activelor de capital cu durată îndelungată de viață (Minsky, 2011, p. 404) din surse atrase prin împrumut conduce întotdeauna la instabilitate, întrucât aici apare lipsa de sincronizare dintre plățile contractate în trecut asupra datoriilor şi încasările viitoare din vânzarea produselor, încasări influențate de diverşi factori care nu puteau fi prevăzuți în momentul contractării împrumutului.

În funcție de mărimea apelului la sursele de finanțare din afara unității prin împrumuturi şi de gradul de desincronizare, unitățile economice apar în poziții diferite față de instabilitatea financiară. Evident, cele care apelează mai puțin la resurse din afară au şanse mai mari să acopere din profit obligațiile contractuale decât unitățile economice care apelează mai mult la resurse din afară. Acestea din urmă, pentru a-şi putea plăti datoriile, adeseori sunt nevoite să apeleze la noi împrumuturi mai costisitoare.

Minsky a generalizat acest fenomen în cunoscuta sa ipoteză a instabilității financiare, prin care descrie în mod sintetic cum un sistem economic poate trece de la o structură financiară robustă, în care majoritatea unităților au o situație financiară acoperitoare (hedge), la o structură financiară fragilă (instabilă), în care majoritatea unităților au dificultăți de plată a datoriilor (speculative şi Ponzi).

Instituțiile ocupă un loc important în relațiile cu instabilitatea financiară. În concepția lui Minsky, instabilitatea nu constituie o fatalitate pentru dispariția capitalismului, așa cum prevedea Marx, întrucât însăşi structura instituțională capitalistă creează şi impune o seamă de constrângeri, astfel încât sistemul financiar să funcționeze în cadrul unor limite viabile ale unor indicatori esențiali, cum sunt, de exemplu, mărimea coeficientului rezervei bancare minimum obligatorii în raport cu capitalul propriu, coeficientul privind creditul public în raport cu PIB, coeficientul privind deficitul bugetar şi cel de cont curent ş.a.

Atunci când apare pericolul ca instabilitatea să devină explozivă, există ca remedii exercitarea unor restricții în cadrul unor procese de piață, cum este impunerea unor norme de conduită obligatorii, precum şi acțiunea şi intervenția sistemului instituțional, inclusiv a autorităților publice, pentru

contracararea (thwarting) unor fapte şi tendințe atât în faza boomului economic, cât şi în fazele de criză şi de depresiune[11]. „Sistemele de contracarare sunt analoage cu mecanismele homeostatice care pot preveni un sistem de la explozie" (Ferri, Minsky, 1991, p. 12).

Pentru a înfrâna răul pe care sistemul pieței libere anarhic şi corupt poate să-l pricinuiască în economiile capitaliste, s-au dezvoltat instituții şi autorități având ca obiective supravegherea bancară şi financiară, instituții de garantare a creditelor, instituții anticorupție, precum şi instituții învestite cu autoritatea de înlăturare a proceselor şi a factorilor care alimentează incoerențele din cadrul sistemului financiar sau care mențin economiile blocate în şomaj şi în deflație. Minsky a subliniat în repetate rânduri că doar instituțiile şi guvernele puternice (big institutions and big governments) învestite cu mijloacele şi cu autoritatea necesară pot acționa cu succes în direcția contracarării instabilității, lucru mai greu de realizat în țările mai puțin dezvoltate, în care instituțiile sunt slabe.

## 4. Ciclurile de afaceri şi financiare: structura şi principalele caracteristici

Referindu-se la diferitele abordări privind ciclurile de afaceri, Schumpeter constata existența, la acea vreme (1939), a două grupuri fundamentale de teorii de formalizare a ciclurilor de afaceri: grupul care acceptă un comportament al sistemului economic în care seriile de timp se echilibrează (damping) şi grupul care acceptă un comportament al sistemului economic în care seriile de timp au o tendință explozivă.

Din cercetarea literaturii privind contribuțiile generale la studiul privind ciclurile şi crizele economice şi financiare din ultima jumătate de secol, Minsky este economistul care se detaşează în mod clar prin originalitatea şi prin influența sa produsă asupra cercetărilor din domeniu. La acesta se disting două tipuri de abordări asupra ciclurilor şi crizelor economice şi financiare. Primul tip este cel tratat în tradiția lui Keynes, Hicks, Hansen, Samuelson, în articolele sale din 1957 şi 1964[12]. Al doilea tip se referă la noua interpretare a ciclurilor şi crizelor, şi anume aceea prin prisma ipotezei instabilității financiare sub impactul schimbărilor

[11] Aici se au în vedere acordarea creditelor de ultimă instanță de către băncile centrale şi de intervențiile guvernamentale în mod direct.

[12] Hyman P. Minsky, *Monetary System and Accelerator Model*, in *American Economic Review*, Vol. XLVII, No. 6, 1957; p. 859-883; Hyman P. Minsky, *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depression*, in *American Economic Association Papers and Proceeding* 1964/54 (May), p. 824-332.

instituționale (Minsky, 1978; 1992; 2011; Ferri, Minsky, 1992) şi pe care o dezvoltă Palley (2009), precum şi alți economişti.

În ambele cazuri (variante) se fac referiri la cele două clase de cicluri: cu unde medii şi cu unde lungi.

Ceva mai târziu, la cele două grupuri de teorii, Delli Gati, Gallegati şi Minsky (1994) adaugă un al treilea grup, cel privind comportamentele intertemporale alternative, reflectate de seriile cronologice ale interacțiunii variabilelor economice. Seriile cronologice nu numai că pot lua forma nonoscilatorie şi a mişcărilor ondulatorii, ci ele pot deveni incoerente prin inflații şi prin deflații ale datoriilor.

Economia capitalistă poartă în sine, prin această incoerență, germenele degenerării, care poate să meargă spre eşecuri de mari proporții, prin declanşarea unor crize devastatoare. Intervențiile instituționale guvernamentale şi ale băncilor centrale au un rol pozitiv sau chiar salvator atunci când acestea sunt făcute în mod judicios (ca oportunitate, ca moment ales, ca formă de intervenție şi ca instrumentar utilizat).

Trebuie văzut însă şi reversul medaliei, şi anume cazul când înseşi instituțiile şi politicile provoacă instabilitatea economică şi financiară. Acest lucru apare atunci când: a) sunt promovate instituții şi aplicate politici şi instrumente inadecvate, incoerente ori chiar greşite; b) sunt menținute instituții cu un grad ridicat de erodare în raport cu evoluția noilor realități sociale, economice, tehnologice şi manageriale moderne; c) se fac abuzuri de reglementări care pot conduce la o hiperbirocratizare a deciziei şi a mecanismelor economice şi financiare. Toate acestea conduc la instabilitatea sistemului economic şi financiar, la care vom reveni cu referi la situații concrete.

### 4.1. Modelul accelerator-multiplicator în interpretarea lui Minsky

Încă de la debutul carierei sale ştiințifice, Minsky (1957b, 1964) a reluat analiza modelului lui Samuelson (1939) privind ciclul economic[13]. În

[13] În analiza relației accelerator-multiplicator şi ciclicitate, Minsky porneşte de la o versiune uşor modificată a modelului lui Samuelson privind interacțiunea funcțiilor de consum, $C_t$, de investiții, $I_t$ şi de venit, $Y_t$, exprimată prin ecuațiile:

$Y_t = C_t + I_t$,

$C_t = \alpha Y_{t-1}$,

$I_t = \beta (Y_{t-1}-Y_{t-2})$,

din substituțiile cărora rezultă următoarea ecuație cu diferențe de ordinul doi:

$Y_t = (\alpha + \beta) Y_{t-1} - \beta Y_{t-2}$,

în care sunt prezenți coeficientul accelerator $\beta$, care leagă cererea de investiții de schimbarea veniturilor, şi coeficientul de consum $\alpha$, numit şi înclinația marginală spre consum, care leagă consumul de venit.

cadrul acestei analize, el a explorat o seamă de proprietăți ale modelului, şi anume pe cele legate de caracterul exploziv al unor variante şi pe cele legate de latura monetară, la care a adăugat alegerea unor politici adecvate.

a) **Caracterul exploziv**

În analiza sa, Minsky subliniază că acest model (ecuația cu diferențe de ordinul doi rezultată din substituțiile operate asupra celor trei ecuații date la subsol), lăsând la o parte efectele condițiilor inițiale, poate genera oricare dintre următoarele serii de timp: (1) monotone care se echilibrează; (2) ciclice care se echilibrează; (3) ciclice cu amplitudini constante; (4) monotone explozive; (5) ciclice explozive.

Caracterizând pe scurt fiecare dintre aceste tipuri de serii, Minsky atrage atenția că, atât pentru tipul monoton exploziv, cât şi pentru tipul ciclic exploziv, trebuie găsite soluții de contracarare a stărilor extreme. De exemplu, pentru tipul seriilor ciclice care generează fluctuații dincolo de valorile (limitele) critice, pragurile şi plafoanele trebuie poziționate pentru a restricționa fluctuațiile în cadrul unor limite, prin sistemul instituțional şi prin reglementări (Minsky, 1957, p. 861). Prin acțiunea instituțiilor se realizează protecția sistemului economic şi financiar împotriva destabilizării. Practic, prin asemenea constrângeri, au loc întreruperi ale procesului curent de destabilizare şi stabilirea unui nou proces, cu condiții inițiale noi. Minsky a arătat că funcția de timp a venitului generată de modelul accelerator generează diferite procese şi rezultate, cum sunt: creşteri continue, creşteri ciclice, boomuri urmate de incoerențe sau turbulențe, depresiuni cu variații de amplitudini şi de lungimi ale fazelor ciclurilor (Minsky, 1959, p. 134-135; Papadimitriou, Wray, 1994, p. 9).

b) **Latura monetară**

Minsky aplică modelul accelerator-multiplicator la studiul relațiilor dintre venituri, investiții (ex-ante, realizate şi finanțate), economisire (ex-ante), masă monetară, viteză de rotație monetară, lichiditate etc. În abordarea sa, Minsky consideră că diferite relații din cadrul modelului analizat pot fi transpuse şi în termeni monetari. El foloseşte diferite variante (tipuri) de sisteme monetare, clasificate după criteriul schimbărilor ce au loc în viteza de rotație şi în masa monetară. În funcție de acest criteriu, Minsky foloseşte, în mod succesiv, următoarele variante: (1) lipsa de schimbare atât în viteza de rotație, cât şi în cantitatea monetară (acestea fiind constante); (2) schimbări în viteza de rotație; (3) schimbări în cantitatea monetară; (4) schimbări în viteza de rotație şi în cantitatea monetară.

Aplicând modelul accelerator-multiplicator, Minsky a analizat atât impactul schimbării fiecărei variante, din cele patru, asupra variabilelor financiare, cât şi interacţiunile acestora.

De exemplu, când analizează schimbările în cantitatea monetară (varianta 3), Minsky invocă două subvariante de sisteme monetare: prima se referă la masa monetară infinit elastică, unde cantitatea de bani poate creşte fără limită. Aici este prezent procesul accelerator exploziv, întrucât permite o creştere cumulativă a venitului finanţabil prin credite acordate de banca centrală, concomitent cu o expunere la creşterea inflaţiei.

Cea de-a doua subvariantă se referă la creşterile masei monetare cu o rată fixă. În acest caz, rata de creştere a masei monetare este o variabilă exogenă. Ea este echivalentă cu subvarianta în care masa monetară este infinit elastică atunci când diferenţa dintre investiţia ex-ante şi economisirea ex-ante nu depăşeşte (exceeds) creşterea masei monetare (în perioada dată). Totuşi intervin limitări endogene de la înrăutăţirea bilanţurilor şi lichidităţilor firmelor.

Un alt exemplu este cel privind analiza variantei schimbărilor atât ale cantităţii de bani, cât şi ale vitezei de rotaţie a banilor. În analiza sa, el a făcut mai multe presupuneri pentru a evalua efectele produse de schimbarea fiecărei variabile în anumite condiţii date, inclusiv apariţia şi folosirea excesului de lichiditate. De exemplu, dacă viteza de rotaţie depăşeşte valoarea 1 şi dacă un exces de investiţii ex-ante peste economisirea ex-ante este finanţat de o creştere a cantităţii de bani, în acest caz rezultă un exces de lichiditate (Minsky, 1957, p. 880). Dacă acest exces de lichiditate este generat de o investiţie iniţială finanţată din credite bancare, este de la sine înţeles că acest exces este folosit pentru a substitui datoriile firmelor către bănci.

c) **Folosirea unor politici financiare adecvate**

Minsky a subliniat faptul că modelul poate fi folosit nu numai la noi interpretări cum sunt cele de ordin monetar, ci şi la formulări de politici economice şi financiare eficiente. Aici el pune problema de a alege politicile monetare şi fiscale cele mai potrivite, care să asigure o creştere economică fermă, fără întreruperi, însoţită, în mod necesar, de o creştere a masei monetare. Însă o creştere cu o rată geometrică a masei monetare (prea rapidă) ar însemna o creştere prea mare a preţurilor, deci o inflaţie ridicată, iar o creştere prea lentă a masei monetare ar conduce la o scădere a veniturilor.

Pe planul politicii economice se impun măsuri de asigurare a unor corelaţii rezonabile între creşterea masei monetare, creşterea veniturilor, creşterea capacităţilor productive şi folosirea deplină a forţei de muncă. Se

pare că ideal ar fi, de exemplu, ca rata de creştere a venitului să fie egală cu rata de creştere a capacității productive în stare să reziste inflației. Totuşi, de regulă, decidenții aleg soluția de creştere mai rapidă a venitului decât cea a capacităților productive, cu o rată scăzută a inflației şi care să asigure o folosire mai bună a forței de muncă.

### 4.2. Interpretarea ciclicității şi crizei prin prisma instabilității şi a factorului instituțional

Am văzut mai sus că instabilitatea sistemelor economice şi financiare se poate considera o stare naturală a acestor sisteme, iar forma de manifestare finală a instabilității este explozia. În legătură cu această formă finală de manifestare, se nasc următoarele întrebări: de ce în realitate exploziile sunt rare[14] şi de ce acestea sunt diferite în timp ca amploare (amplitudinea oscilațiilor variabilelor cronologice şi gradul de extindere geografică). Sau, cu alte cuvinte, de ce crizele nu izbucnesc ori de câte ori se produce instabilitatea în sistem şi de ce ele au loc cu lungimi de timp diferite.

După cum am arătat în secțiunea precedentă, s-au făcut diferite încercări şi s-au depus eforturi pentru formularea unor răspunsuri la aceste întrebări. Aceste încercări şi eforturi se pot clasifica în trei categorii de abordări. Prima se referă la folosirea unor modele care, făcând abstracție de existența structurii instituționale a economiilor, pun în evidență, pe de o parte, logica relațiilor dintre dinamica unor factori fizici şi valorici şi comportamentul ciclic al sistemului şi, pe de altă parte, tendința fie spre echilibru, fie spre haos.

A doua categorie, de care ne-am ocupat mai sus, se referă la folosirea modelelor bazate pe principiul acceleratorului-multiplicatorului, care iau în considerare sistemul instituțional ca plafoane şi praguri menite să restricționeze sau să contracareze instabilitatea şi mai cu seamă să prevină stările explozive ale sistemului.

A treia categorie se referă la studiul dinamicii oscilatorii a sistemului financiar pe baza observațiilor, cu luarea în considerare, pe de o parte, a legăturilor şi impactului variabilelor instituționale asupra mişcării ondulatorii a sistemului supus analizei şi, pe de altă parte, a rolului sistemului instituțional de a stimula sau de a restricționa ori contracara instabilitatea, de a preveni şi controla starea explozivă a sistemului şi de a stimula refacerea şi reînceperea creşterii economice. De această ultimă categorie ne vom ocupa în cele ce urmează, punând în evidență caracteristicile ciclurilor medii şi ciclurilor lungi sub impactul sistemului instituțional.

[14] Această întrebare şi-au pus-o Ferri şi Minsky (1991, p. 4).

În abordarea care urmează, aşa cum am menţionat în introducere la primul subsol, vom da sistemului instituţional un înţeles lărgit, acesta cuprinzând: sistemul de reguli după care se ghidează economia şi societatea, fie impuse prin reglementări juridice, fie convenite la nivelul grupurilor sociale, fie impuse de credinţe religioase, obiceiuri şi morală; sistemul de politici şi de reglementări; sistemul de organizaţii care reglementează şi cele care aplică şi monitorizează aplicarea reglementărilor. În opinia noastră, cauza fluctuaţiilor şi tipurilor de fluctuaţii o reprezintă, în ultimă instanţă, sistemul instituţional, şi anume fie schimbările acestuia, fie erodarea lui în timp, fie vidul creat de lipsa unor instituţii noi care să ia locul celor vechi, ieşite din uz sau depăşite.

Modurile cum funcţionează şi acţionează instituţiile generează şi influenţează, în cea mai mare măsură, două categorii sau tipuri de fluctuaţii economice şi financiare: medii şi lungi.

### *4.2.1. Ciclurile medii*

Autorii care interpretează ciclicitatea prin prisma instabilităţii financiare subliniază că acest proces se înscrie mai degrabă în dimensiunile unor cicluri pe termen mediu.

Principalele explicaţii constau în faptul că acest tip de cicluri rezultă din înseşi procesele şi mecanismele interne ale sistemului economic şi financiar cu pieţe libere, în care complexitatea, incertitudinea şi riscul joacă un rol determinant, procesele au loc şi se consumă în anumite intervale de timp şi au un caracter repetitiv, iar factorul financiar-monetar accentuează complexitatea şi riscul proceselor. Aici se are în vedere faptul că procesele încep cu bani şi se continuă cu economisire, credite şi investiţii în prezent, pentru a realiza în viitor, în condiţii incerte, producţia şi vânzarea acesteia, realizarea încasărilor cu care să fie acoperite toate cheltuielile, inclusiv recuperarea investiţiei, plata dobânzii şi datoriei şi realizarea unei marje de profit.

În perioada de avânt economic, când afacerile prosperă, se formează un curent euforic general în care dezvoltarea şi investiţiile cresc pe seama creditelor cu riscuri tot mai mari, dar nesemnalate de agenţiile de rating ameţite şi ele de succes. Toată lumea se aliniază la credinţa generală că această stare va fi fără întreruperi şi fără sfârşit.

Ridicând problematica financiară de la nivelul unităţilor economice la nivelul agregat, complexitatea proceselor devine şi mai evidentă. Se formează un angrenaj complex, în care îşi arată prezenţa şi efectele întregul sistem financiar, prin accentuarea inflaţiei la preţul produselor şi prin apariţia şi accentuarea deflaţiei la activele de capital şi la alte titluri de valoare, chiar în faza de euforie generală. Acestea sunt primele semnale ale instabilităţii

financiare, care se accentuează treptat până la izbucnirea crizei. Coborând la nivelul microeconomic şi apelând la teoria lui Minsky privind situaţia bilanţieră a unităţilor economice (raportul în care se află veniturile nete şi obligaţiile de plată ale unităţilor respective), se poate releva faptul că, aşa cum am menţionat mai sus, faza de avânt economic este reflectată de preponderenţa unităţilor economice cu situaţie financiară acoperitoare (hedge)[15]. Instabilitatea începe să-şi întărească poziţiile până la izbucnirea crizei, pe măsură ce tot mai multe unităţi economice speculative[16] şi Ponzi[17] devin preponderente în cadrul economiei. Prin urmare, dinamica fiecăreia dintre categoriile de unităţi menţionate caracterizează fazele ciclului financiar. Dacă la marea majoritate a unităţilor situaţia bilanţului este acoperitoare (hedge), economia se află în faza de avânt economic şi de stabilitate, dar în care îşi fac apariţia şi se dezvoltă germenii destabilizatori ai sistemului (creşterea inflaţiei, creşterea datoriilor şi a insolvabilităţilor etc.). Dacă structura financiară devine dominată de unităţi în poziţii speculative şi Ponzi, economia trece de la faza stabilă (robustă) la o fază fragilă, în care se instalează instabilitatea sistemului manifestată prin starea de panică şi de criză.

Fluctuaţiile cu amplitudini şi lungimi de undă medii se produc în cadrul unor structuri instituţionale relaxate ori al unor structuri erodate, care nu s-au adaptat la noile realităţi. Aceste aspecte au fost dezvoltate mai sus. Aici doar concluzionăm că, în cazul fluctuaţiilor medii, sistemul instituţional poate acţiona fie ca restricţii sau ca instrumente de contracarare a unor acţiuni sau tendinţe de instabilitate, fie ca mijloace sau instrumente de prevenire a instabilităţii explozive, fie, în sfârşit, ca mijloace de atenuare a unor efecte distructive ale instabilităţii explozive.

### 4.2.2. *Ciclurile lungi*

Problema ciclurilor lungi, deşi amplu discutată în literatura economică, a rămas încă insuficient elucidată în ceea ce priveşte atât frecvenţa, amplitudinea şi sincronizarea fluctuaţiilor, cât şi factorii determinanţi. Minsky a analizat undele lungi şi depresiunile severe din perspectiva dinamicii instabilităţii financiare şi a factorului instituţional, a schimbării acestora, inclusiv a reglementărilor guvernamentale. Prin lucrările sale publicate[18], Minsky a contribuit la dezvoltarea teoriei privind

[15] Fluxurile de venituri aşteptate sunt suficiente pentru a face faţă necesităţii de a acoperi nota datoriei (principalului) şi plata dobânzii.

[16] Fluxurile de venituri aşteptate sunt suficiente doar pentru plata dobânzilor, ceea ce necesită rostogolirea datoriilor.

[17] Fluxurile de venituri nu pot acoperi nici principalul şi nici dobânda, ceea ce conduce la necesitatea contractării de noi datorii.

[18] Minsky (1964 şi 2011); Ferri şi Minsky (1991).

ciclul pe termen lung numit de Palley (2009) superciclul minskyan, aşa cum am mai menționat.

În introducerea la articolul său din 1964 despre ciclurile lungi, Minsky a evocat următoarea declarație a lui Abramovitz făcută în fața Comitetului Economic Comun[19] al SUA: "Nu este încă cunoscut dacă [oscilațiile lungi] sunt rezultatul unui mecanism inerent stabil în structura economiei SUA sau dacă ele sunt puse în mişcare de fenomenul războaielor, de panici financiare sau de perturbări nesistematice" (Minsky, 1964). Prin răspunsurile şi explicațiile date în articolul menționat şi în alte studii ulterioare în legătură cu aceste afirmații, Minsky ne oferă elemente ale concepției sale despre ciclurile lungi în relație cu factorul financiar şi cu instabilitatea acestuia. La acestea se adaugă explicațiile date în articolul din 1991 despre rolul sistemului instituțional în dinamica oscilațiilor lungi (Ferri, Minsky, 1991; Minsky, Whalen, 1996).

În interpretarea ciclurilor ca procese dinamice oscilatorii ale economiei capitaliste, Minsky ia în considerare existența atât a oscilațiilor medii, cât şi a oscilațiilor lungi. Cele două categorii de oscilații nu sunt separate, ele se suprapun şi acționează împreună. De regulă, ciclurile lungi sunt formate din mai multe cicluri medii care cumulează tensiuni şi care ajung în final la o stare explozivă şi de contracție puternică. Ca atare, la ciclurile lungi, oscilațiile au o amplitudine mai mare şi o contracție mai severă decât la ciclurile medii, acestea fiind determinate de tipurile de factori cu rezonanță deosebită, văzute în următoarele trei ipoteze: a) schimbările instituționale bruşte şi profunde, cu rol perturbator, care nu țin seama de realități sau de efectele adverse; b) erodările şi anchilozările instituționale, cu rol inhibitor şi stagnant tot atât de dăunător ca şi tipul anterior; c) vidul instituțional, când înfloreşte haosul şi corupția.

Cu mult timp în urmă, în literatura economică, atunci când se făceau referiri la cicluri, se considera că acestea nu se bazează pe dinamica fenomenului financiar şi nici nu se pot explica prin mişcările care au loc în sectorul financiar şi prin conexiunile care se produc între economia reală şi cea nominală. Respingând această linie de gândire, Minsky subliniază că oscilațiile medii şi mai puțin cele minore au la bază explicații monetare semnificative, iar oscilațiile lungi cu explozii şi depresiuni adânci evidențiază că latura monetară, însoțită de dinamica instituțională, formează o parte semnificativă a mecanismului care generează criza şi depresiunea (Minsky, 1964, p. 324).

[19] United States 86th Congress, Joint Economic Committee, 1959, *Hearings on Employment, Growth and Price Levels*, Part 2, *Historical and Comparative Rates of Production, Productivity and Price*, p. 12 (citat din Minsky (1964)) .

El argumentează că mecanismul care a generat oscilațiile lungi se concentrează în jurul schimbărilor cumulative ale variabilelor financiare, ale impactului acestora asupra expansiunilor şi contracțiilor sistemului economic şi financiar. Aceasta, pentru că banii sunt o parte semnificativă a mecanismului care generează în mod consecutiv ambele faze ale ciclului – expansiunea şi depresiunea (Minsky, 1964, p. 324).

Însă lucrurile trebuie privite în complexitatea lor. În cele două faze ale ciclurilor pe termen lung – expansiunea şi depresiunea – se petrec schimbări sistematice şi profunde nu numai în structura financiară, ci şi în structura şi dinamica instituțiilor acestui sector şi a instituțiilor economiei reale. Referindu-se la rolul instituțiilor ca factor determinant al schimbărilor variabilelor financiare, Minsky subliniază că natura acestor schimbări ”de-a lungul expansiunii oscilațiilor lungi şi semnificația acestor schimbări sunt sensibile la aranjamentele instituționale. Instituțiile financiare şi obiceiurile se desfăşoară ca răspuns la forțele pieței şi, deopotrivă, ca un rezultat al proceselor administrative şi al legislației” (Minsky, 1964, p. 325).

Panica financiară, ca principal declanşator al crizelor, de asemenea, este strâns legată de sistemul instituțional. Minsky îşi pune întrebarea dacă tipul de panică financiară care a avut loc în trecut (de exemplu, în 1929-1933) poate avea loc şi în prezent. Căutând să dea un răspuns la această problemă, el pleacă de la premisa că setul actual al instituțiilor şi reglementărilor financiare este cu totul diferit față de cel din timpul marii depresiuni din 1929-1933. De asemenea, el are în vedere şi ipoteza potrivit căreia panica financiară – prezentă în cazul depresiunii adânci şi absentă în cazul depresiunii medii – nu este o chestiune exogenă întâmplătoare. Ea este mai degrabă o componentă endogenă a economiei şi, ca atare, panica este posibilă şi se poate declanşa de către schimbările care au loc în structura financiară în timpul oscilațiilor lungi, însă în condițiile existenței unui anumit tip de structuri instituționale – fie de tip liberal (laissez faire), fie de tip dirijist (Minsky, 1964, p. 325).

Căutând să dezvolte ideile despre ciclul lung, mai ales pe cele cuprinse în studiul semnat de Minsky împreună cu Ferri în 1991, Palley (2009) foloseşte numele de superciclu pentru ciclul lung şi numele de ciclu de bază pentru ciclul mediu în interpretarea minskyană. În analiza sa, Palley şi-a îndreptat atenția spre studiul privind trăsăturile specifice ale fiecărui tip pentru a putea fi comparate, precum şi spre rolul sistemului instituțional şi comportamentul acestuia atât la nivelul fiecăruia din cele două tipuri de cicluri, cât şi la nivelul unor faze ale acestora.

În tabelul 1 vom reda comparativ, în mod sinoptic, elementele definitorii ale celor două tipuri de cicluri – de bază şi superciclu -, cu evidențierea rolului şi comportamentului sistemului instituțional în dinamica şi modelarea ciclurilor.

*Tabel 1*

Trăsături ale ciclurilor de bază şi superciclurilor, rolul şi comportamentul sistemului instituţional în dinamica şi modelarea ciclurilor

| Ciclul de bază | Superciclul |
|---|---|
| • Este larg cunoscut şi recunoscut de comunitatea ştiinţifică | • Este mai puţin cunoscut şi recunoscut de comunitatea ştiinţifică |
| • Reflectă trecerea sistemului financiar de la starea robustă la starea fragilă determinată de evoluţia situaţiilor privind bilanţurile financiare ale agenţilor economici şi aranjamentele de finanţare ale acestora. Cele două stări scot la iveală evoluţia majoritară a agenţilor economici în ce priveşte trecerea de la situaţia financiară acoperită la situaţia financiară speculativă şi sfârşind cu trecerea la situaţia financiară Ponzi. | • Cuprinde mai multe cicluri de bază. El cumulează inadvertenţele instituţionale şi financiare nerezolvate, precum şi efectele acestora. Aceste inadvertenţe şi dezechilibre alimentează cumulul riscurilor, pregătind astfel declanşarea violentă a instabilităţii financiare şi a unei depresiuni adânci şi de lungă durată. |
| • În faza de avânt predomină optimismul în evaluarea activelor şi a fluxurilor de venituri, combinat cu voinţa crescută de a prelua mai mult risc, crezând în veşnicia timpurilor favorabile afacerilor profitabile. | • Acelaşi optimism exagerat în faza de avânt în evaluarea activelor şi a fluxurilor de venituri, împletit cu o voinţă de a prelua risc cumulat, şi aceeaşi credinţă în veşnicia timpurilor favorabile afacerilor tot mai profitabile. |
| • Panica este absentă datorită existenţei şi folosirii noilor structuri instituţionale de contracarare. | • Panica este prezentă din cauza dimensiunilor dezastrului şi eroziunii instituţiilor şi a neputinţei acestora din urmă de a contracara acţiunile factorilor distructivi. |
| • Ciclul de bază financiar este prezent în fiecare ciclu de afaceri şi operează la nivelul întreprinderii o perioadă care cuprinde un ciclu de afaceri, producând efecte la nivelul întregului sistem financiar. | • Superciclul complementează ciclul de bază şi operează o perioadă ce cuprinde câteva cicluri de afaceri şi, de asemenea, operează la nivelul sistemului economic şi financiar. |
| • Ciclul de bază este un proces în timpul căruia instituţiile legate de ciclu nu suferă eroziuni majore, rămân neschimbate sau schimbările, în general, nu sunt profunde. | • Superciclul este compus din mai multe cicluri de bază, în cursul cărora se produc treptat eroziunea instituţiilor şi o inadecvare a acestora tot mai flagrantă în raport cu evoluţia şi cu cerinţele noilor realităţi economice şi sociale. Necesitatea transformării instituţionale este cu atât mai mare şi mai urgentă cu cât excesele financiare sunt mai mari şi cu cât ameninţarea crizei este mai puternică, mai iminentă şi mai extinsă în cadrul sistemului economic şi pe plan geografic.<br>O explozie economică şi financiară de mari proporţii fie declanşată, fie încă nedeclanşată obligă decidenţii şi mediul de afaceri să adapteze instituţiile noilor cerinţe şi să le facă funcţionale. |

*Sursa:* Întocmit pe baza articolului lui Thomas I. Palley, 2009, *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises,* IMK Working Paper No. 5/2009.

Cele cuprinse în tabel sunt trăsături generale ale celor două tipuri de cicluri. Ele au un caracter mai mult ipotetic. În realitate, ciclurile şi fazele acestora prezintă anumite particularități. Trăsăturile specifice ale acestora depind de condițiile concrete în care se desfăşoară procesele economice şi sociale.

Pentru a ne apropia de realitate în tratarea problemelor privind ciclurile lungi, este necesar mai înainte să vedem în ce condiții instituționale apar aceste cicluri şi ce rol joacă asemenea instituții în diferite faze ale ciclului. În cazul fluctuațiilor lungi, rolul instituțiilor este privit în dinamică, cu schimbări profunde şi cu impact puternic asupra instabilității sistemului economic şi financiar.

În legătură cu modul de a privi şi cu rolul şi impactul schimbării instituțiilor asupra caracterului exploziv al instabilității economice şi financiare, trebuie luate în considerare următoarele două ipostaze izvorâte din însăşi istoria ciclurilor:

1) Sistemul instituțional este lăsat să evolueze de la sine în mod lent, fără intervenții ale factorului decizional. În acest caz, sistemul instituțional se erodează în timp ca urmare a lipsei de adaptare la noile condiții economice, tehnologice şi sociale, din cauza gradului ridicat de inerție al acestui sistem, dar şi ca urmare a acțiunilor agenților economici care folosesc diferite mijloace de a ocoli reglementările care le stau în cale în desfăşurarea liberă a afacerilor, îndeosebi prin conceperea şi aplicarea unui spectru larg de inovări instituționale şi financiare. Practic, aceste inovări pot conduce la eludarea regulilor şi la creşterea laturii speculative şi a corupției, ceea ce contribuie la ridicarea gradului de risc şi de incertitudine a tuturor tranzacțiilor, precum şi la extinderea dezordinii în întregul sistem economic şi social (Iancu, 2013). Sistemul instituțional astfel degradat poate genera nemulțumiri sociale, soldate cu o criză instituțională, economică şi socială de mari proporții. În acest caz, numai schimbările instituționale rapide şi profunde întreprinse de către forțele politice pot soluționa problemele.

2) Sistemul instituțional este schimbat în mod brusc sau radical de către forțele politice pe parcursul unor faze ale ciclurilor lungi, şi anume: a) Pentru a ieşi din faza de depresiune majoră, de regulă, forțele politice întăresc latura reglementărilor şi monitorizărilor, limitând libertatea de acțiune a agenților economici. b) În faza de avânt economic major, la presiunea agenților economici şi financiari care urmăresc să iasă din chingile reglementărilor, forțele politice întreprind măsuri îndreptate spre deschiderea piețelor, prin dereglementări şi schimbări profunde în structura sistemului instituțional , ceea ce, cu timpul, favorizează naşterea şi creşterea dezordinii în sistem, soldată cu izbucnirea crizei economice şi financiare.

## 5. Evidențe privind rolul schimbării instituțiilor în desenarea ciclurilor în țările ECE

Unele dintre ciclurile care s-ar putea înscrie pe linia unor trăsături specifice descrise mai sus în cele două ipostaze sunt şi ciclurile care au avut loc în anii 1990 în fostele țări comuniste din Europa Centrală şi de Est (ECE), devenite membre ale UE. Ele ar merita să fie cuprinse în orice manual despre instabilitatea economică şi financiară cu potențial exploziv ca urmare a unor schimbări instituționale profunde. Exemplul este cu atât mai instructiv şi semnificativ cu cât calea urmată de aceste țări a avut un dublu sens într-o perioadă de peste 65 de ani (1947-2014). Primul sens, începând din 1947, a fost cel de trecere de la o economie de piață relaxată la o economie strict reglementată şi condusă prin planificare centralizată, inaugurată de naționalizarea băncilor şi industriilor. Cel de-al doilea sens (începând din 1990) a fost calea întoarsă, aceea de trecere de la economia strict reglementată, dirijată centralizat, la o economie cu instituții de piață relaxate, bazate pe proprietatea privată şi pe competiție.

Acestea sunt cele două căi parcurse de schimbările pendulatorii ale instituțiilor, care (fie în condiții impuse de factorul politic în țările ECE, fie în condiții naturale (neimpuse) în alte țări, se repetă în forme şi intensități diferite, secole de-a rândul şi în întreaga lume, la intervale lungi de timp.

Repetarea schimbărilor instituțiilor, în mod natural, este legată şi de speranța de viață a acestora. Instituțiile se nasc pe ruinele celor vechi, se dezvoltă prin stimularea creşterii economice şi, după un interval de timp, ele încep să se erodeze şi să se anchilozeze, devenind o frână în calea dezvoltării economice şi sociale şi în calea inovărilor şi aplicării acestora. Spre deosebire de alte componente ale sistemului economic, instituțiile au un grad ridicat de inerție şi de rezistență la schimbare. Acest grad ridicat este legat, în principal, de firea umană şi de interesele structurilor sociale existente (Olson, 1965). Structurile sociale văd în stabilitatea (menținerea) instituțiilor vechi prezervarea drepturilor şi avantajelor cucerite sau moştenite, iar în schimbarea instituțiilor, un anumit risc de pierdere a pozițiilor existente şi o teamă de necunoscut. Tocmai asemenea trăsături fac ca ciclurile economice şi financiare determinate de schimbările instituționale să se înscrie în clasa ciclurilor lungi.

Dacă ne referim, de exemplu, la țările ECE din anii 1990, constatăm că procesul de trecere de la economia planificată centralizat la cea de piață concurențială a însemnat o reconstrucție totală a sistemului instituțional economic şi financiar, începând cu schimbarea legislației, liberalizarea comerțului exterior, inițierea şi realizarea unui proces amplu de privatizare, liberalizarea prețurilor, noua construcție a sistemului bancar şi monetar,

înfiinţarea şi consolidarea organizaţiilor specifice economiilor de piaţă şi, treptat, alinierea legislaţiei naţionale la cea a UE, prin preluarea acquis-ului comunitar. Aceste schimbări au condus la modelarea ciclului lung şi a provocat o criză profundă şi o depresiune adâncă şi prelungită în toate ţările ECE.

Adoptarea noilor instituţii de piaţă, precum şi noile condiţii oferite acestor ţări prin deschiderea pieţelor europene, inclusiv prin influxul de investiţii directe străine şi de investiţii financiare, au făcut posibilă reluarea unui puternic avânt al creşterii economice în toate aceste ţări. Însă, odată ce acest avânt şi-a făcut loc, s-a dezvoltat treptat un optimism euforic, concretizat, în final, în creşterea preţurilor la active şi a speculaţiilor şi în formarea balonului imobiliar. La acestea, s-a mai adăugat şi creşterea exagerată a îndatorării în valută a sectorului privat (firme şi populaţie) pentru susţinerea creşterii, ca şi pentru consum, însă fără o creştere corespunzătoare a productivităţii şi a exporturilor. Adăugând la toate acestea fenomenul de contagiune provocat de criza mondială, izbucnirea unei noi crize în România, ca şi în aproape toate ţările din zona ECE (după opt ani de avânt economic) a fost un fapt iminent. Spre deosebire de cea anterioară, noua criză, cu distrugeri şi pierderi importante, nu are la bază şi nici nu implică schimbări instituţionale majore, de genul celor care au provocat criza anterioară.

În multe publicaţii, trecerea de la economia planificată la cea de piaţă este prezentată mai mult ca o motivaţie subiectivă sau pur politică şi deloc ca o motivaţie obiectivă, preponderent economică, lucru ce se dovedeşte a fi incorect. Instituţiile bazate pe economia planificată, fără competiţie şi fără stimulul profitului, se erodaseră aşa de mult în anii 1970 şi 1980, încât îşi epuizaseră toate resorturile iniţiale interne de promovare a creşterii economice. Mai mult, instituţiile respective deveniseră o adevărată frână în calea dezvoltării tehnologice şi a creşterii productivităţii muncii, în condiţiile în care aceste economii trebuiau să treacă de la dezvoltarea extensivă la dezvoltarea intensivă bazată pe cunoaştere şi să se confrunte cu economiile capitaliste performante pe pieţele mondiale. Relaţiile economice bazate pe comenzi şi decizii ierarhice la toate nivelurile înăbuşeau orice iniţiativă.

Toate acestea au condus la o instabilitate economică fără precedent, oglindită într-o continuă degradare a economiilor şi a relaţiilor sociale, precum şi în apariţia şi extinderea dezechilibrelor exprimate prin adâncirea penuriei valutare şi a materiilor prime, a energiei, a produselor alimentare etc., scăderea producţiei, creşterea preţurilor şi apariţia şomajului. Încercările autorităţilor de a ameliora situaţia prin promovarea anumitor relaţii şi instituţii ale economiei de piaţă (mai ales în domeniile economiei

meşteşugăreşti, comerţului, turismului, locuinţelor etc.) pe fundalul economiei socialiste bazate pe proprietatea publică generalizată nu au făcut altceva decât să erodeze şi mai mult instituţiile socialiste etatiste (proprietatea, planificarea, sistemele decizionale, sistemele de stimulare şi cele contractuale etc.), cu importante efecte economice şi sociale negative.

Instabilitatea economică şi socială instalată treptat s-a accentuat în mod deosebit în anii 1989-1993 în ţările ECE, odată cu declanşarea explozivă a crizei sociale de mari proporţii. Instabilitatea a fost provocată de starea anarhică generalizată ca urmare a apariţiei unui adevărat vid instituţional, prin abrogarea unor acte normative, desfiinţarea planificării, în condiţiile păstrării proprietăţii de stat, desfiinţarea unor organizaţii fără să fie înlocuite cu altele noi, liberalizarea prematură a relaţiilor comerciale externe şi privatizarea firmelor de comerţ exterior, slăbirea autorităţii instituţiilor statului, având ca urmare încălcarea frecventă a regulilor sau reglementărilor în vigoare, câte mai rămăseseră, fapt ce a condus la înflorirea corupţiei, a furturilor şi jafurilor nepedepsite. Asemenea fenomene s-au întins pe o perioadă relativ lungă de timp, cu efecte dezastruoase: o scădere dramatică a producţiei, o creştere spectaculară a inflaţiei şi a şomajului, dispariţia unor ramuri industriale întregi, precum şi numeroase falimente bancare.

După cum este bine cunoscut, cele mai sugestive serii dinamice pentru exprimarea ciclurilor economice (de afaceri) sunt cele privind ratele de creştere a PIB şi ratele de creştere a şomajului, iar pentru exprimarea ciclurilor financiare sunt seriile privind ratele de creştere a inflaţiei (sau deflaţiei) şi ratele de creştere a creditelor, precum şi seriile de indici bursieri şi preţul locuinţelor.

### 5.1. Ciclurile de afaceri

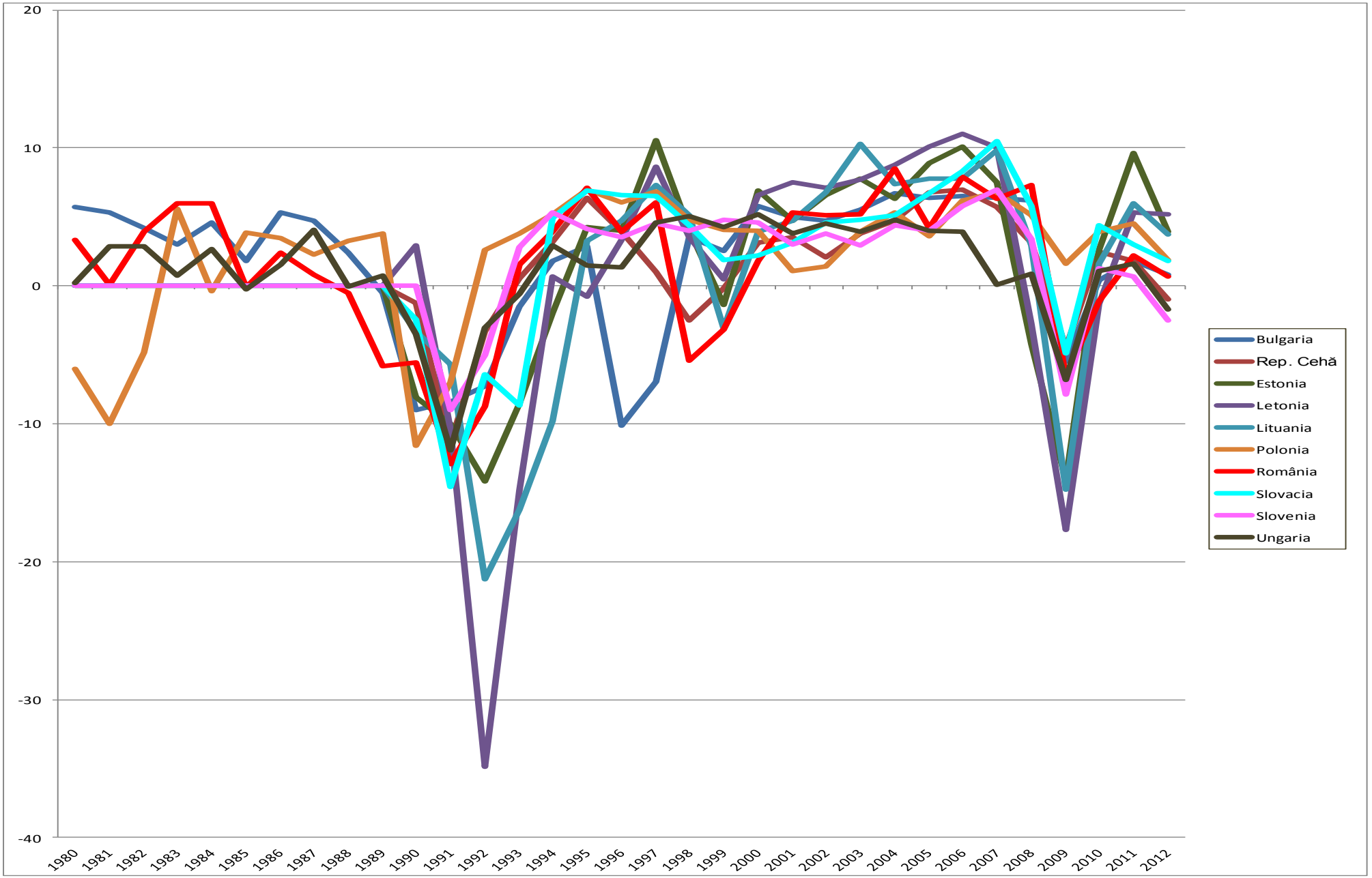
Pentru întregul grup al ţărilor ECE s-au putut constitui serii de date privind ratele anuale de creştere a PIB şi anume: pe perioada 1980-2012 pentru patru ţări – Bulgaria, Polonia, România şi Ungaria – şi pe perioada 1990-2012 pentru celelalte ţări ECE. Aceste serii sunt redate atât în formă de tabel în anexa 1, cât şi în formă grafică în fig. 1.

Din analiza acestor serii, rezultă că criza economică a început încă din anii cu economie planificată. De exemplu, în Polonia a avut loc o scădere anuală a PIB din anii 1980, 1981 şi 1982, respectiv cu -6,0%, -10,0% şi -4,8%, şi o reluare a scăderii în anii 1990 şi 1991 cu, respectiv, -11,6% şi -7,0%. În România şi Ungaria, criza, exprimată prin scăderea anuală a PIB, s-a declanşat încă din 1988 şi a durat până în 1992, acestea având cele mai mari scăderi de

producție în anul 1991, şi anume România cu -12,92% şi Ungaria cu -11,9%. Criza cea mai severă s-a produs în țările baltice atât ca durată a recesiunii (4-5 ani), cât şi ca amplitudine (cu scăderi anuale maxime de -14,5% în Estonia, de -21,6% în Lituania şi de -34,86% în Letonia).

Diferențele între țări în ce priveşte proporțiile celor două caracteristici ale ciclului, durata recesiunii şi adâncimea amplitudinii se explică în mare măsură prin gradul de pregătire a țărilor şi a cetățenilor acestora pentru aplicarea reformelor obținute în trecut, prin existența şi calitatea unor programe de reforme economice şi financiare, prin puterea de persuasiune a forțelor politice în rândul populației pentru aplicarea programelor de transformare economică, prin atitudinea generală a populației față de aplicarea şi respectarea normelor legale şi morale, prin modul de funcționare a corpului judiciar al țărilor ş.a. Polonia, Ungaria şi fosta Cehoslovacie au fost mai bine pregătite în aceste direcții şi de aceea şocurile acestora asupra instabilității economice din anii 1989-1992 au fost mai reduse ca intensitate, amplitudine şi durată în comparație cu alte țări din zona ECE (ca, de exemplu, România şi țările baltice).

După o revenire la o creştere economică timp de 15 ani (însă cu anumite sincope în anii 1996-1999 în câteva țări), a urmat criza din 2008-2010. Ea a afectat toate țările ECE, cu excepția Poloniei. Şi aici se observă anumite diferențe între țări la cei doi indicatori – durata recesiunii şi adâncimea amplitudinii –, însă nu atât de accentuate ca în cazul crizei precedente.




*Sursa*: Întocmit pe baza datelor din anexa 1.

Fig. 1. Ratele de creştere anuală a PIB în ţările ECE membre UE, în procente faţă de anul precedent, 1980-2012

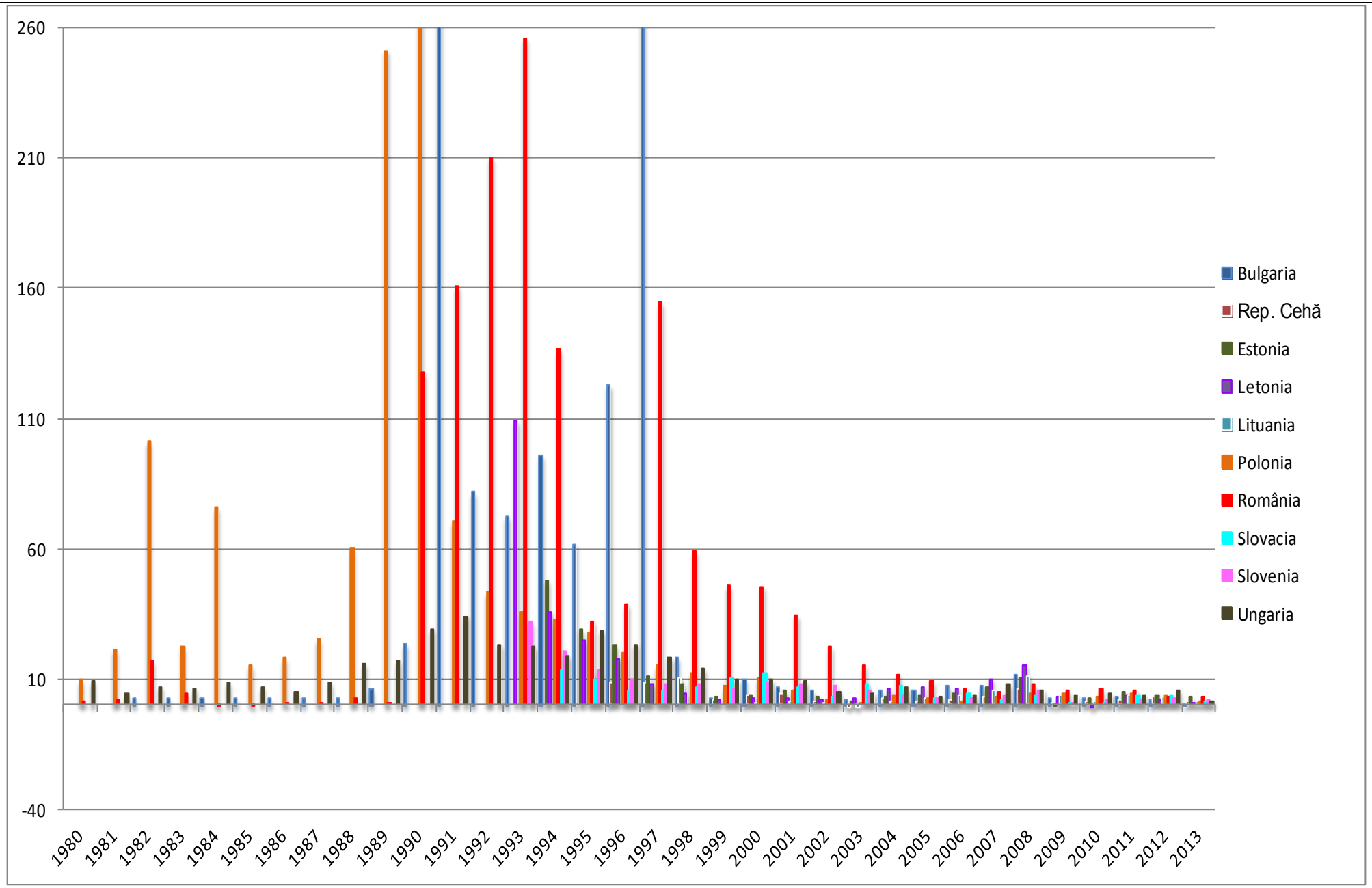
## 5.2. Ciclurile financiare

Dacă cu câteva decenii în urmă se ignora factorul financiar în interpretarea şi modelarea ciclurilor de afaceri, în prezent este larg recunoscut nu numai rolul factorului financiar în comportamentul ciclurilor de afaceri, ci şi însăşi existența ciclului financiar, interpretat ca proces fie de sine stătător, fie în relație cu ciclul de afaceri. Potrivit noilor interpretări, operaționalizarea teoriei lui Minsky privind ciclul financiar s-a putut face prin redefinirea noțiunii de ciclu financiar şi prin folosirea unui set de indicatori adecvați, sub formă de serii cronologice, pentru evidențierea şi descrierea ciclului financiar în raport cu ciclul de afaceri (Sinai, 1992; Claessens et al., 2009; Claessens et al., 2011; Drehmann et al., 2012; Borio, 2012).

Aici vom folosi următorii indicatori prezentați în formă de serii cronologice stabilite în funcție de disponibilitatea informațiilor: a) ratele medii anuale ale inflației; b) ritmurile anuale ale prețului acțiunilor; c) evoluția ponderii în PIB a creditului intern acordat de sectorul bancar; d) ritmurile anuale ale fluctuației prețurilor la locuințe.

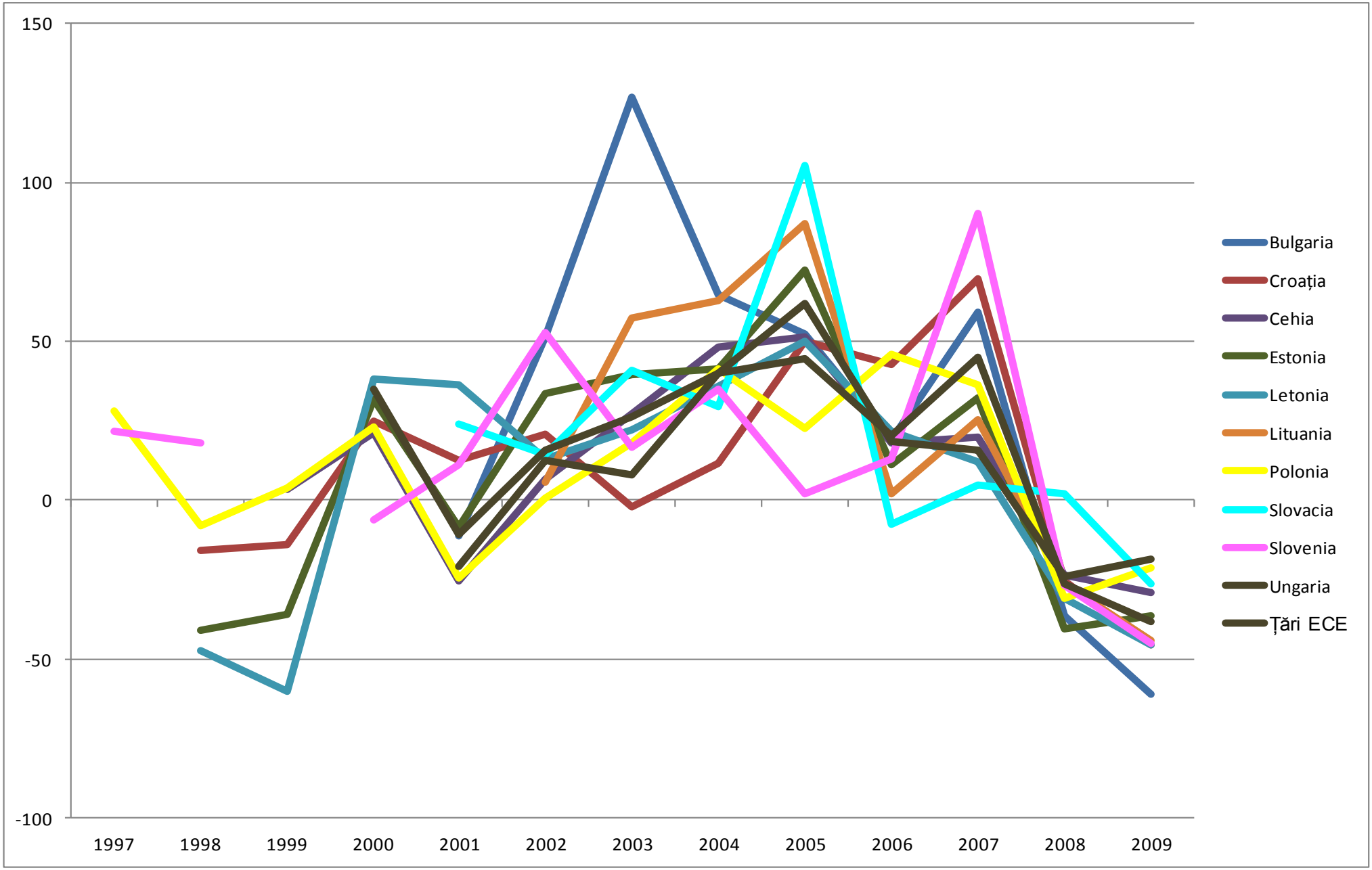
a) Seriile cronologice privind ratele medii anuale ale inflației pentru Bulgaria, Polonia, România şi Ungaria se întind pe perioada 1980-2013, iar pentru celelalte țări ECE se întind pe o perioadă mai scurtă. Aceste date sunt prezentate în formă de tabel în anexa 2 şi în formă grafică în fig. 2. Din analiza acestora, rezultă diferențe notabile între țări în ce priveşte lungimea şi amplitudinea oscilațiilor descrise de seriile indicatorului menționat. De exemplu, în cazul României, nivelul inflației a fost mult mai ridicat o perioadă mai lungă de timp, şi anume: cu trei cifre timp de şase ani, cu două cifre timp de nouă ani şi cu o cifră în ultimii nouă ani. Faptul se explică prin abordarea graduală a reformelor structurale şi a programelor de macrostabilizare, ceea ce a însemnat întârzieri în aplicarea reformelor, în liberalizarea prețurilor şi în adoptarea strategiei de țintire directă a inflației, la care se mai adaugă ineficiența politicilor fiscale şi cvasifiscale (Isărescu, 2009).

b) Seria privind ritmurile anuale ale prețului acțiunilor reprezintă unul dintre indicatorii care exprimă cu cea mai mare sensibilitate fenomenul fluctuației financiare. Datele tabelului din anexa 3 şi curbele graficului din fig. 3 caracterizează în mod satisfăcător criza financiară declanşată în 2008 şi adâncită în mod deosebit în 2009. Acest indicator este sincron cu evoluția altor indicatori financiari, precum şi cu oscilațiile care au loc în economia reală.




*Sursa*: Întocmit pe baza datelor din anexa 2.

Fig. 2. Rata anuală a inflației în țările ECE membre UE (%), 1980-2013

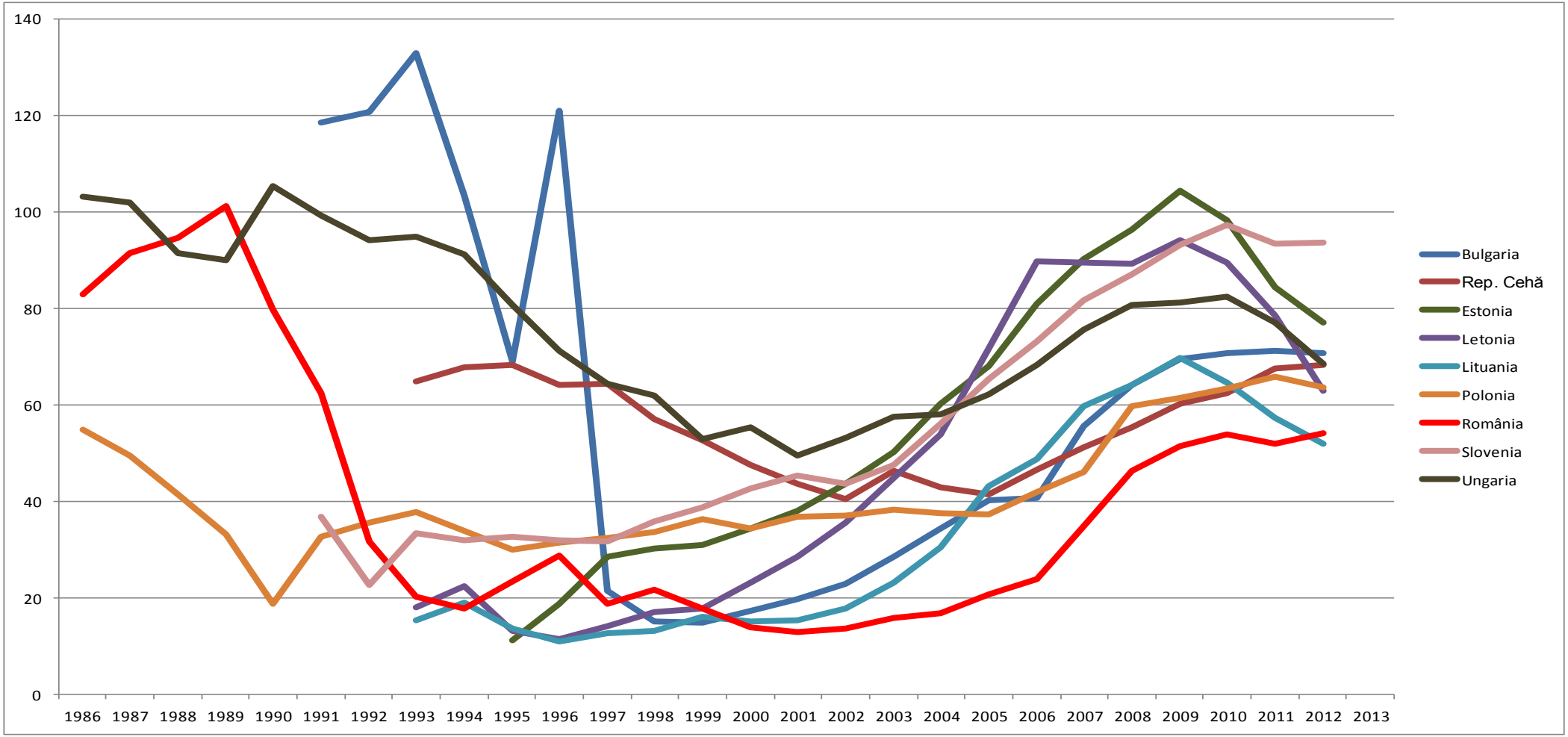



*Sursa*: Întocmit pe baza datelor din anexa 3.

Fig. 3. Ritmuri anuale ale fluctuației prețului acțiunilor în țările ECE membre UE (în %), 1997-2009

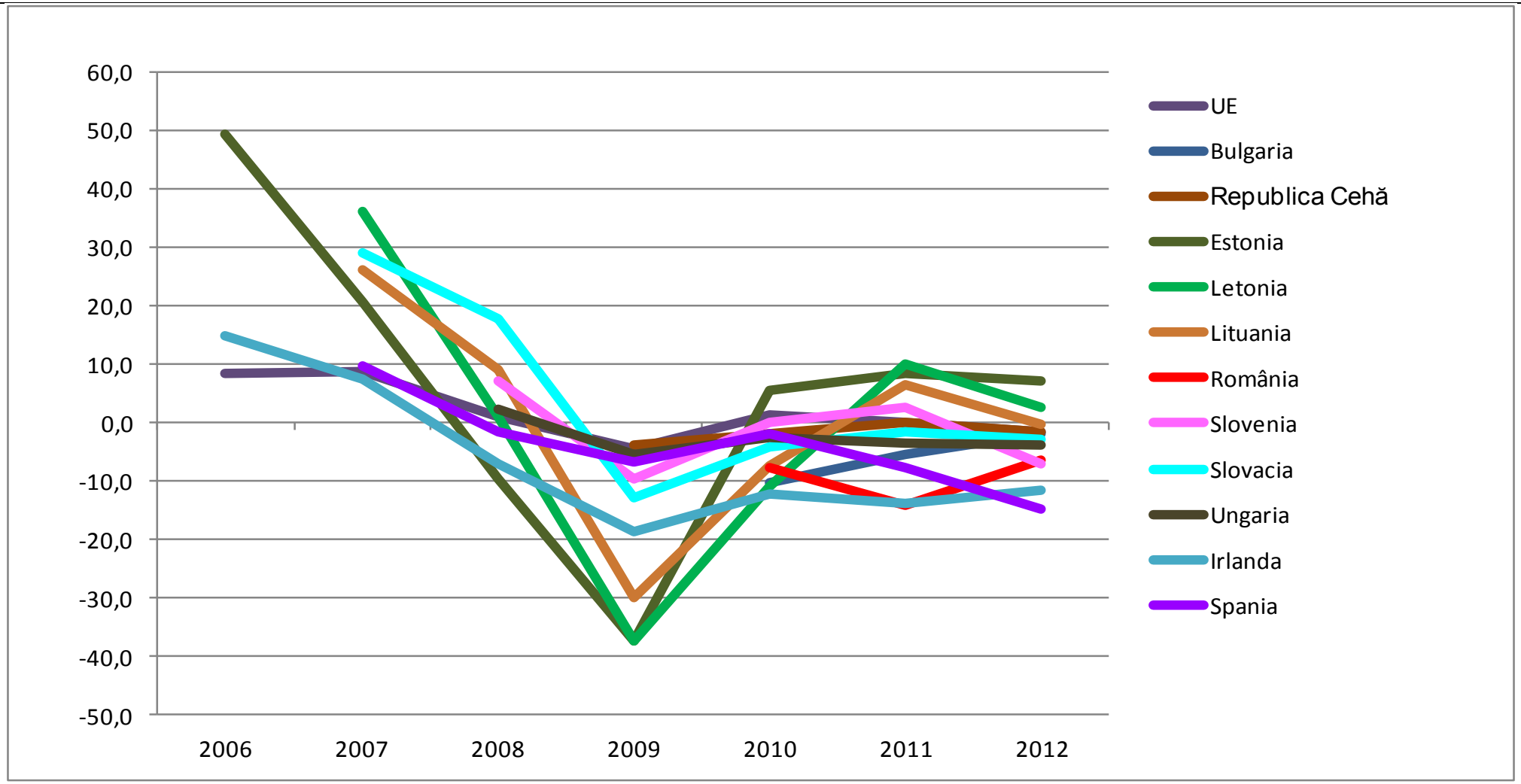
c) Indicatorii cei mai reprezentativi care caracterizează ciclurile financiare sunt şi cei privind evoluția creditului. În studiul de față sunt prezentate serii cronologice ale indicatorului privind ponderea creditului intern în PIB acordat de sistemul bancar. Aceste date sunt inserate în formă de tabel în anexa 4 şi în formă grafică în fig. 4. Seriile au lungimi diferite în funcție de disponibilul de date, şi anume: pentru Polonia, România şi Ungaria seriile sunt mai lungi (1986-2012), iar pentru celelalte țări seriile sunt mai scurte. De asemenea, din expunerea grafică se evidențiază oscilații mai mari în cazul Bulgariei, Poloniei şi României şi mai mici în cazul Ungariei. Totodată, se constată o tendință de creştere în țărilor baltice şi Sloveniei şi o stare aproape constantă în Republica Cehă.

d) După o creştere substanțială a prețurilor la locuințe în timpul boomului economic, a urmat, începând din anul 2009, o puternică scădere a acestor prețuri. Scăderea a cuprins, practic, toate țările ECE cuprinse în tabelul anexă, ca şi alte țări ale UE (Spania, Irlanda etc.). Tabelul din anexa 5, precum şi graficul din fig. 5 conțin ratele medii anuale ale prețurilor locuințelor din perioada 2006-2012. Din datele prezentate, rezultă că cele mai lungi perioade de scădere de prețuri la locuințe, ca şi cele mai mari scăderi au avut loc în Estonia, Slovacia, Ungaria, România, Irlanda şi Spania.




*Sursa*: Întocmit pe baza datelor din anexa 4.

Fig. 4. Creditul intern acordat de sectorul bancar (% în PIB)
(1986-2012)




*Sursa*: Întocmit pe baza datelor din anexa 5.

Fig. 5. Ratele anuale ale prețurilor locuințelor în UE27, în țările ECE şi alte țări ale UE, în % (2006-2012)

## 5.3. Comparații între ciclurile de afaceri şi ciclurile financiare

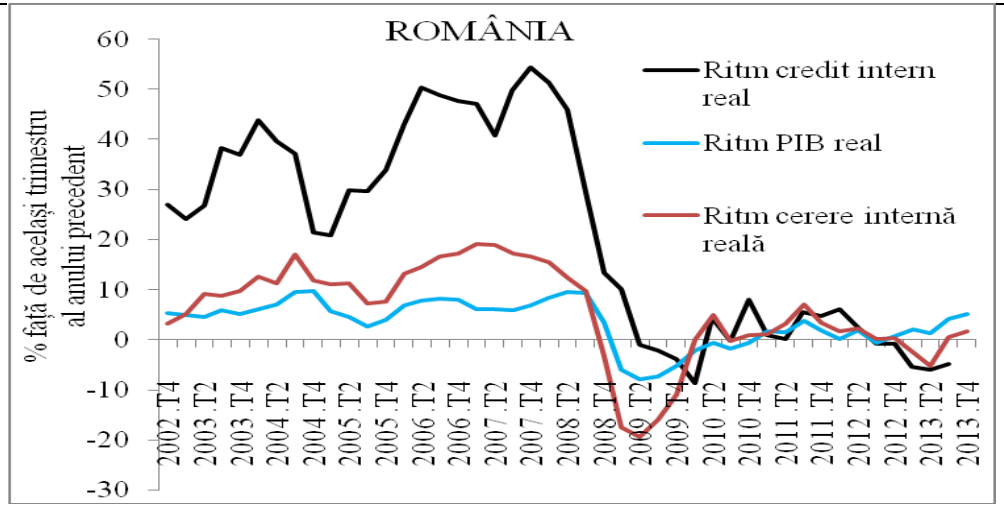
O problemă interesantă şi importantă tratată în literatura economică priveşte raportul în care se află fazele ciclului financiar față de fazele ciclului de afaceri (economiei reale) sau, cu alte cuvinte, sincronizarea privind frecvența oscilațiilor, durata unui ciclu şi a fazelor acestuia şi mărimea amplitudinii la cele două categorii de cicluri.

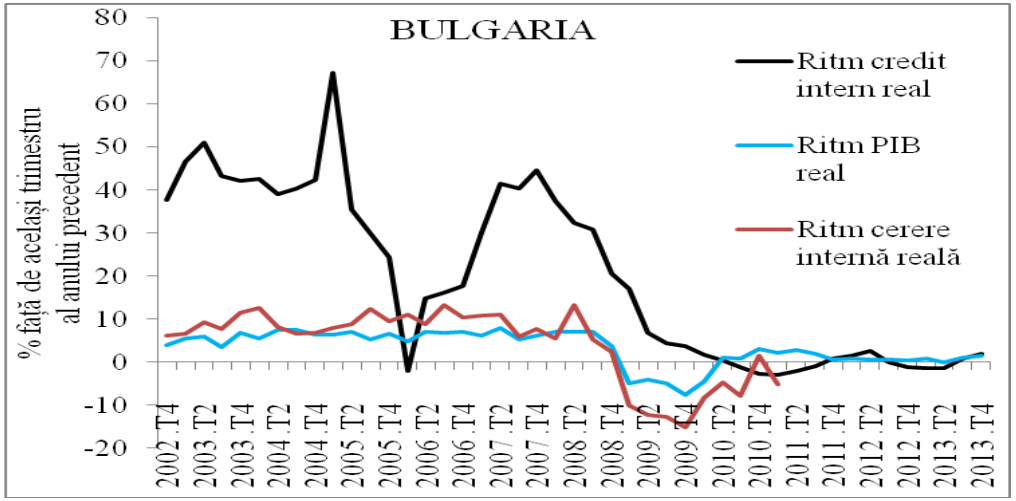
Din cercetările empirice efectuate de Drehmann et al. (2012), Borio (2012) ş.a., pe baza unor serii cronologice pe perioade de peste 50 de ani ale unor indicatori specifici economiei reale (PIB) şi economiei nominale (credit, prețul acțiunilor, prețul locuințelor etc.), au rezultat concluzii importante. Printre acestea, menționăm: 1) ciclul afacerilor (economiei reale) este definit pe termen scurt, cu oscilații de amplitudini şi de durate relativ mici, pe când ciclul financiar, distinct de ciclul afacerilor, este definit pe termen mediu, prin oscilații determinate de credit şi de prețul proprietății; 2) durata ciclului financiar (măsurată între două vârfuri) a crescut din anii 1980 până în 2012 de la 11 ani la 20 de ani, iar ciclul afacerilor este apreciat la o durată de până la opt ani; 3) vârfurile ciclului financiar sunt strâns asociate cu crizele sistemului bancar; 4) deşi înrudite, ciclul financiar şi ciclul afacerilor sunt diferite în ce priveşte durata unor faze. De exemplu, faza de contracție a ciclului financiar durează câțiva ani, în timp ce faza de recesiune a ciclului de afaceri, de regulă, nu depăşeşte un an.

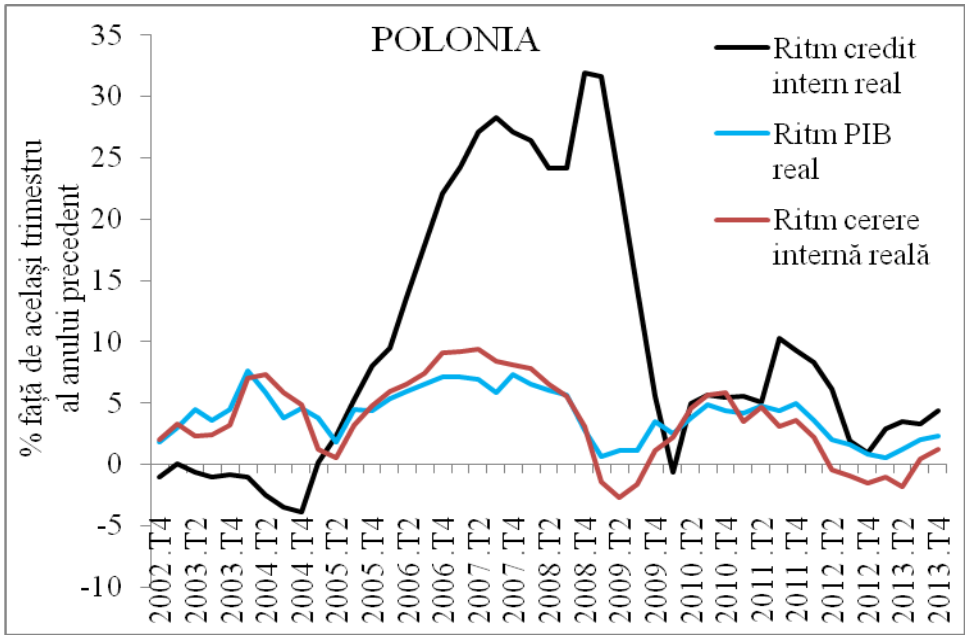
O analiză asemănătoare pentru țările din zona ECE membre UE, din păcate, nu este posibilă, în primul rând, din cauza faptului că economiile acestor țări, fiind forțate să treacă prin diverse evenimente şi prefaceri din motive geopolitice o perioadă lungă de timp (1947-1989), au fost ținute departe de mecanismele pieților concurențiale. De abia în ultimii 10-15 ani se poate vorbi de trecerea acestor țări la mecanismele economiei de piață funcțională. Tocmai din această cauză, seriile statistice pe termen mai lung referitoare la sectorul nominal nu pot fi concludente, ceea ce împiedică orice tentativă de a efectua o analiză comparativă pe termen lung a celor două categorii de cicluri, cele de afaceri şi cele financiare. Totuşi vom încerca să facem o analiză din punctul de vedere al sincronizării unor faze ale ciclului de afaceri şi ale celui financiar, folosind serii de date statistice trimestriale pe o perioadă mai scurtă, 2002 T4-2013 T4.

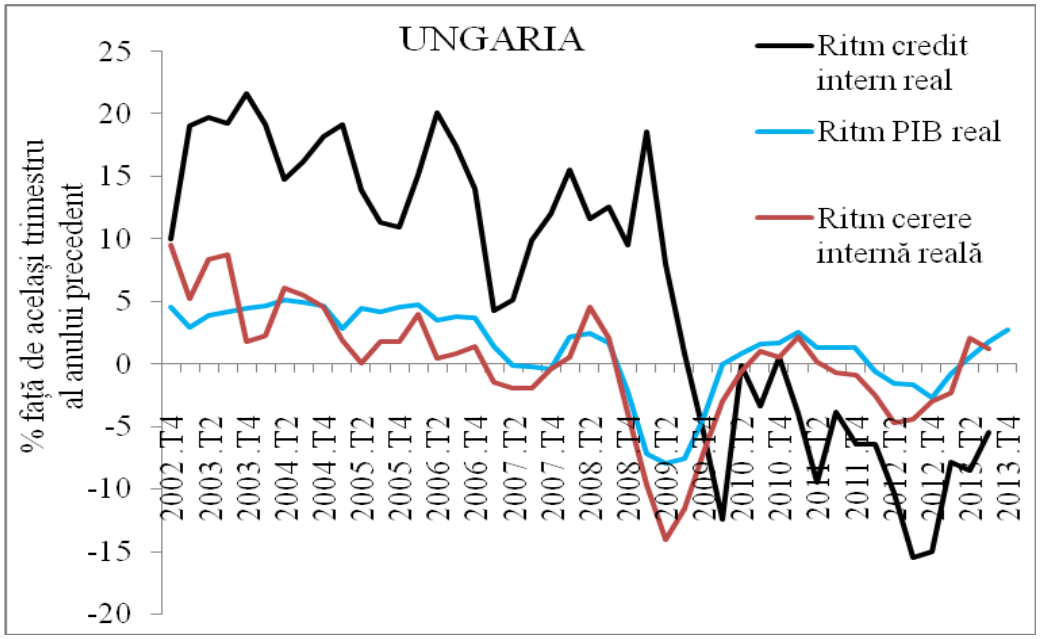
Pe baza corelării datelor trimestriale privind ritmul creditului intern real comparativ cu ritmul PIB şi cu ritmul cererii interne pe o perioadă de 11 ani expuse grafic în fig. 6 pe diferite țări ECE, precum şi pentru Germania şi

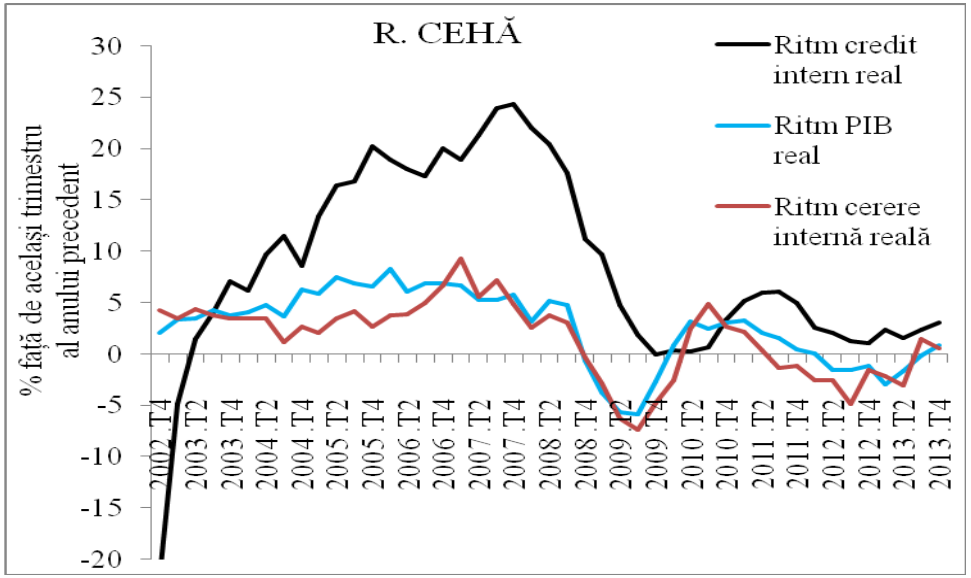
Marea Britanie, rezultă o seamă de concluzii-ipoteze importante. Printre acestea, cele mai semnificative sunt următoarele: 1) există o anumită sincronizare a ciclului financiar cu ciclul economiei reale, evidenţiată de fluctuaţiile celor trei indicatori – ritmul creditului intern real, pe de o parte, şi ritmul PIB şi cel al cererii interne, pe de altă parte; 2) totodată, se observă o corelaţie mai strânsă între credit şi cererea internă decât cea dintre credit şi PIB; 3) amplitudinea fluctuaţiei este mult mai mare în cazul ciclului financiar decât în cazul ciclului de afaceri; 4) perioada de recesiune a ciclului economiei reale este mai mare (1-1,5 ani) decât perioada de contracţie a ciclului financiar (până la 1 an); 5) după perioada de recesiune şi de contracţie, se observă o tendinţă mai mult de stagnare decât de revenire a creşterii PIB, a cererii interne şi a creditului.

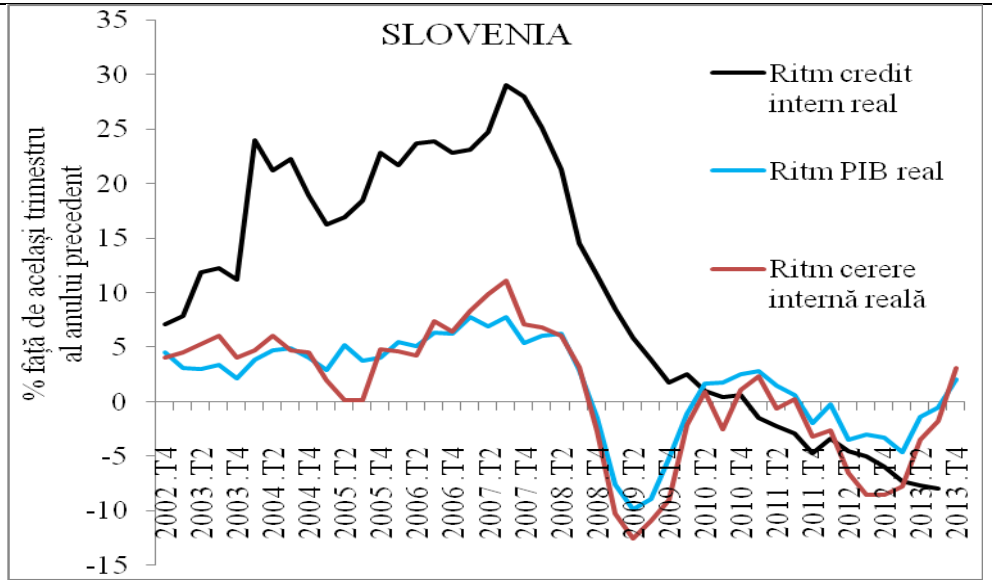

ROMÂNIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală

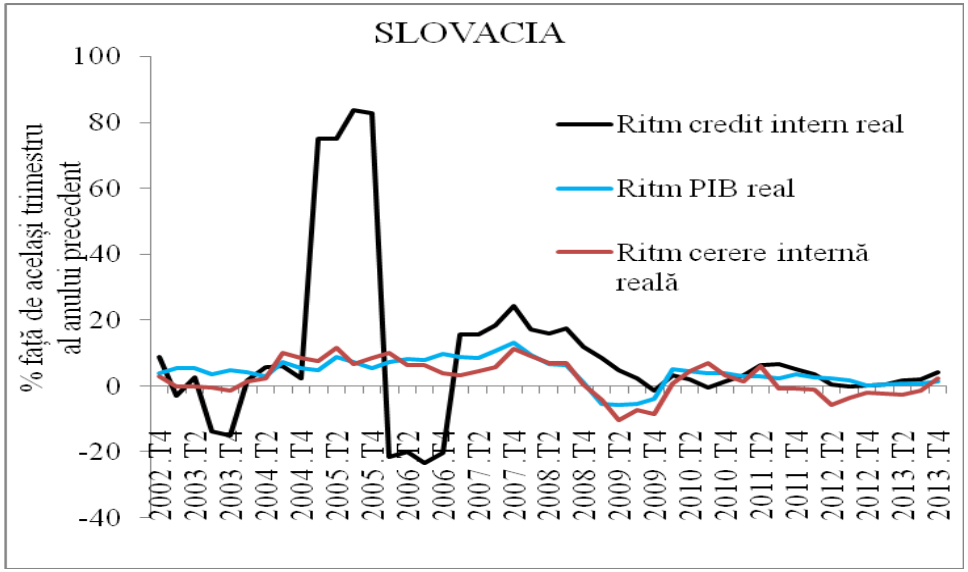

BULGARIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală

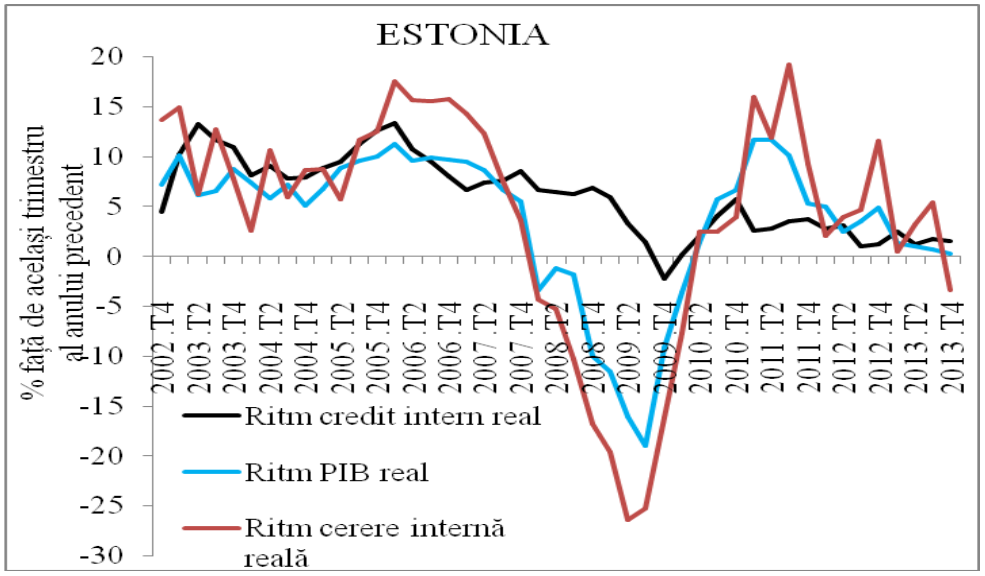

POLONIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală

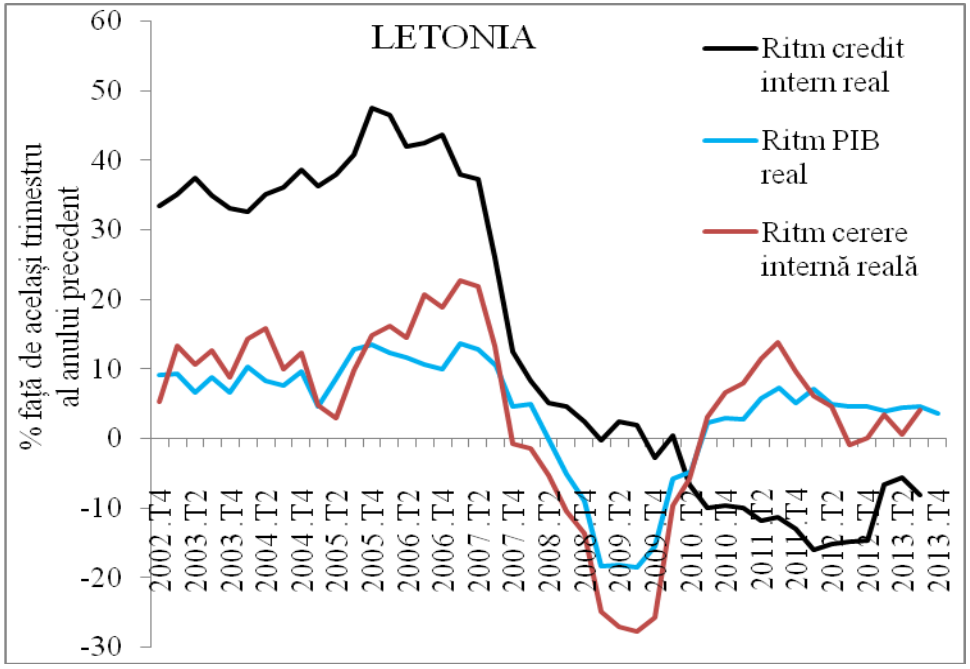

UNGARIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală

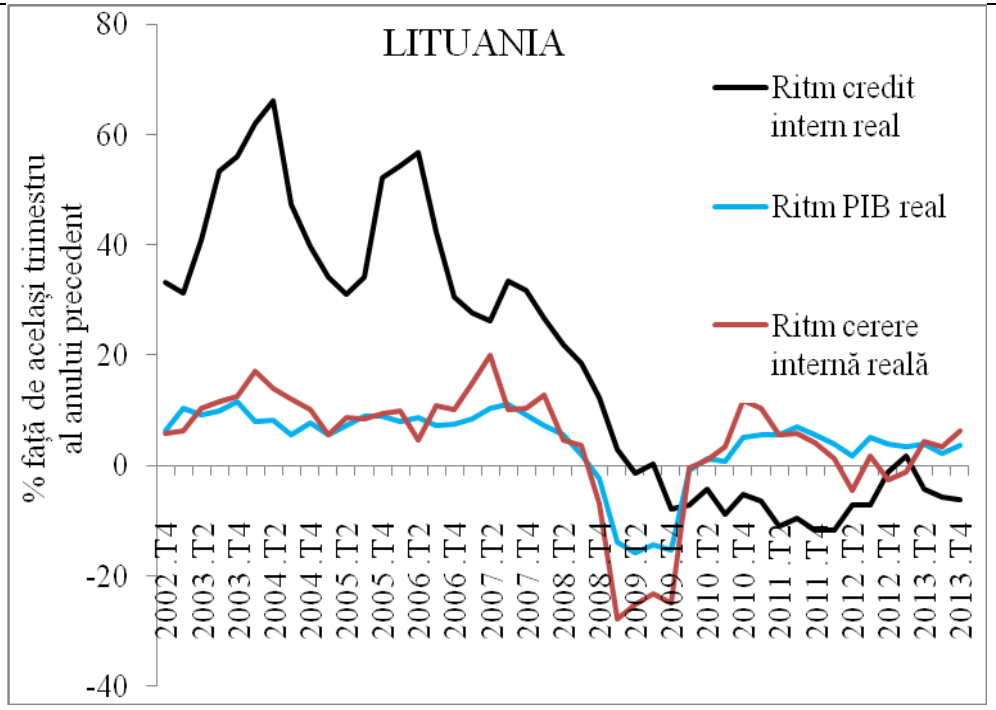

R. CEHĂ
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală


SLOVENIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală


SLOVACIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală


ESTONIA
% față de același trimestru al anului precedent
Ritm credit intern real
Ritm PIB real
Ritm cerere internă reală




Creditul reprezintă creanțele băncilor comerciale către ”alte sectoare”, adică toate sectoarele în afara băncii centrale şi a guvernului.
Creditul real s-a calculat prin ajustarea creditului nominal cu deflatorul (prețurile) cererii interne, cu excepția Bulgariei, unde, din lipsă de date, s-a folosit indicele prețurilor de consum.
Ritmurile sunt calculate față de același trimestru al anului precedent, pentru a elimina sezonalitatea.
Sursa datelor: *FMI International Statistics* pentru credit, *Eurostat National Accounts* pentru cererea internă reală, PIB real şi deflatorul cererii interne şi indicele prețurilor de consum.

Fig. 6: Corelații dintre creditul intern, PIB şi cererea internă
(ritmuri trimestriale față de același trimestru al anului precedent)

Toate aceste ipoteze pot fi validate sau invalidate doar printr-o analiză comparativă a unui set de indicatori economici şi financiari cu serii lungi.

Ultima criză preponderent financiară cu efecte negative diferenţiate de la o ţară la alta a constituit prilejul de a efectua numeroase studii şi analize. Îmbucurător este faptul că, pe baza acestor studii şi analize, s-a trecut la elaborarea şi aplicarea unor reforme instituţionale extinse la nivelul UE şi al fiecărei ţări membre. Întrebarea este dacă aceste reforme sunt suficiente pentru a înlătura cauzele unor viitoare crize violente şi pentru a asigura convergenţa reală şi nominală a tuturor ţărilor ECE cu ţările dezvoltate, într-o perioadă rezonabilă de timp.

## 6. Concluzii

Problemele ciclicităţii constituie un subiect peren al cercetării economice la care niciodată nu se va putea spune ultimul cuvânt. Acest lucru are ca temei principal complexitatea proceselor, definită prin multitudinea factorilor de impact, schimbările frecvente care au loc atât în sistemele economiei reale şi financiare, ca şi în factorii determinanţi, la care se adaugă diversitatea politicilor de prevenire şi atenuare a caracterului exploziv al instabilităţii economice şi financiare. Încercările de a stabili, în termeni riguroşi, predictibilitatea privind izbucnirea crizelor, a diferitelor faze ale ciclurilor, precum şi aplicarea unor măsuri de evitare sau/şi de eliminare a pagubelor provocate de criză rămân mai degrabă dorinţe lăudabile sau doar bune intenţii. În baza concepţiilor precursorilor săi – Marx, Schumpeter şi Keynes –, Minsky a demonstrat că instabilitatea economică şi financiară este un proces normal şi că economia capitalistă este permanent expusă instabilităţilor explozive. Contrar susţinerii lui Marx, potrivit căreia instabilitatea ar conduce la autodistrugerea sistemului capitalist, Minsky a văzut rolul pe care îl are sistemul instituţional, acela de contracarare a tendinţei de autodistrugere şi de atenuare a efectelor negative ale crizelor. Aplicând şi dezvoltând modelul multiplicator-accelerator, Minsky reia problema pragurilor şi plafoanelor semnalată de Hicks şi subliniază rolul pe care îl joacă sistemul instituţional în moderarea stărilor explozive ale instabilităţii, prin contracararea factorilor care conduc la depăşirea pragurilor şi plafoanelor instabilităţii, precum şi prin politica de manipulare a diferitelor instrumente financiare şi fiscale.

Ciclurile de afaceri şi cele financiare au la bază comportamentele dinamice fluctuante ale proceselor şi sunt evidenţiate de seriile cronologice ale unor indicatori semnificativi – PIB, şomaj, inflaţie, credit, preţul

acţiunilor, preţul locuinţelor etc. Potrivit interpretărilor lui Minsky, fluctuaţia ciclică şi instabilitatea sistemelor financiare sunt legate de evoluţia situaţiei bilanţiere a agenţilor economici şi, pe plan mai larg, de mecanismele interne ale economiei şi de comportamentul uman în diferitele faze ale ciclului.

De aici rezultă concluzia evidentă că există o împletire a ciclurilor de afaceri cu ciclurile financiare şi că orice ciclu de afaceri are şi o componentă financiară şi, ca atare, ele pot fi analizate şi tratate şi în mod separat.

În textul acestui studiu s-a făcut legătura dintre caracterul instituţiilor tradus prin gradul de libertate şi gradul de reglementare a pieţelor financiare şi de afaceri, pe de o parte, şi instabilitatea economică şi financiară, pe de altă parte. Este de la sine înţeles că economii capitaliste cu pieţe complet libere – fără reguli, fără reglementări şi fără monitorizări – nu există şi nici nu se cunoaşte că ar fi existat în timpurile moderne. Atunci când se vorbeşte de tipul de pieţe viabile, problema adevărată care trebuie pusă este aceea de a face un dozaj raţional între mai multă sau mai puţină reglementare şi de a alege tipul de reglementare – ierarhică ori participativă. Istoria ciclurilor arată că nu numai relaxarea prea mare a regulilor şi reglementărilor, ci şi întărirea şi extinderea prea mare a acestora sau excesele de reglementare pot conduce la accentuarea instabilităţii sistemelor şi, în final, la crize economice şi financiare păgubitoare.

Adeseori se invocă faptul că memoria colectivă nu ar reţine aceste neajunsuri pentru a trage învăţămintele necesare atât în aplicarea unor politici şi în promovarea unor reglementări eficiente, cât şi în adoptarea unor comportamente colective conştiente şi precaute. În realitate, adevăraţii actori responsabili sunt grupurile financiare puternice care, în miopia lor ghidată de interese imediate, mai degrabă manipulează reformele şi reglementările în interesele lor şi în interesele de castă decât să accepte măsuri radicale şi eficiente pentru evitarea unor eventuale viitoare dezastre.

În lucrare s-a subliniat impactul important pe care îl au instituţiile şi mai ales schimbările acestora asupra dinamicii instabilităţii economice şi financiare, ca şi asupra declanşării crizelor. S-a subliniat că doar în cazul ciclurilor şi oscilaţiilor pe termen lung operează schimbările instituţionale ca factor determinant. Explicaţia constă în faptul că instituţiile au un grad ridicat de inerţie, din următoarele motive: a) instituţiile suferă erodări timp mai îndelungat decât alte componente ale proceselor economice şi sociale pentru a fi necesară şi posibilă schimbarea lor; b) însuşi mediul de afaceri, precum şi populaţia apreciază stabilitatea regulilor, reglementărilor şi organizaţiilor şi resping schimbările, de dragul predictibilităţii şi comodităţii şi din teama de necunoscut.

Dacă în această lucrare s-a atras atenția asupra iminenței instabilității şi crizelor de afaceri şi financiare, precum şi asupra rolului pe care îl au instituțiile în dinamica ciclurilor, un lucru important rămâne de analizat mai departe în această ordine de idei, şi anume acela care priveşte reglementările şi politicile privind ieşirea din criză şi pe cele de relansare a dezvoltării economice. Dintre acestea, austeritatea este calea recomandată şi urmată în diferite țări, dar şi cea mai des criticată. Este ea necesară şi suficientă pentru a ieşi din criză, pentru a relansa dezvoltarea economică şi pentru a evita o nouă criză? Sunt probleme de mare actualitate cărora trebuie să li se găsească răspunsuri fundamentate.

**BIBLIOGRAFIE**


1. Albu Lucian-Liviu, 2013, *Impact of Actual Crisis on EU Convergence,* in *Internal Auditing & Risk Management*, Anul VIII, nr. 2(30), iunie 2013.
2. Bordo Michael D. and Oliver Jeanne, 2002, *Monetary Policy and Asset Prices: "Does Benign Neglect" Make Sense?* in *International Finance*, Vol. 5 (pp. 139-64, Summer).
3. Borio Claudio, 2012, *The Financial Cycle and Macroeconomic: What Have We Learnt?,* in *BIS Working Papers*, No. 395.
4. Burns Arthur, Wesley C. Mitchell, 1946, *Measuring Business Cycles*, NBER, in *NBER Book Series, Studies in Business Cycles*, pp. 27-556.
5. Claessens Stijn M., Ayhan Kose and Marco E. Terrones, 2009, *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?* in *Economic Policy*, October, pp. 653-700.
6. Claessens Stijn, M., Ayhan Kose and Marco E. Terrones, 2011, *Financial Cycles: What, How, When?,* NBER International Seminar on Macroeconomics, 2010, Eds. Lucrezia Rechlin and Kenneth West, NBER Forthcoming, in *IMF Working Paper* No. 11/74.
7. Croitoru Lucian, 2013, *Sfârşitul reglementării şi ultimul reglementator*, Ed. Curtea Veche Bucureşti.
8. Croitoru Lucian, 2012, *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*, Ed. Curtea Veche, Bucureşti.
9. Delli Gatti Domenico, Mauro Gallegati, Hyman P. Minsky, 1994, *Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy,* Paper prepared for the International J.A. Schumpeter Society Fifth Conference at Munster Germany, August 17-20, 1994, in *Working Paper* No. 126.
10. Drehmann Matias, Claudio Borio, Kostas Tsatsaronis, 2012, *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!*, in *BIS Working Papers* No. 380.
11. Dumitru Ionuț, Ionela Dumitru, 2010, *Business Cycle Correlation of the New Member States with Eurozone – The Case of Romania,* in *Romanian Journal of Economic Forecasting* No. 4, pp. 16-31.
12. Ebeling M. Richard (Ed.), 1996, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.
13. Ferri Piero, Hyman P. Minsky, 1991, *Market Processes and Thwarting Systems,* in *Working Paper* No. 64, The Jerome Levy Economics Institute.
14. Fisher Irving, 1933, *The Debt-Deflation Theory of the Great Depression*, in *Econometrica* 1, Oct., pp. 337-357.
15. Guttmann Robert, 2012, *The Heterodox Notion of Structural Crisis,* Joint Conference of AHE, AFEP, IIPPE, July 5-7/2012, on: Political Economy and the Outlook for Capitalism, Panthéon Sorbonne, Université Paris 1, pp. 1-37.
16. Guttmann Robert, 2008, *A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis,* in *Revue de la régulation*, 3/4, 2e semester, Autumn 2008, pp. 1-18.

17. Hansen A., 1935, *Business Cycles and National Income*, New York, W.W. Norton.
18. Hawtrey Ralph George, 1929, *The Monetary Theory of the Trade Cycles*, Longmans, London.
19. Hayek A. Friedrich, 1970, *Can We Still Avoid Inflation? Lecture before the Trustees and Guests of the Foundation for Economic Education at Tarrytown*, New York, published in Ebeling M. Richard (Ed.), 1996, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.
20. Hicks J.R., 1950, *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Oxford, Clarendon Press.
21. Iancu Aurel, 2013, *Financialisation: Structure, Extent, Consequences*, in *Romanian Journal of Economic Forecasting* 2 (June), pp. 172-192.
22. Iancu Aurel, 1998, *Bazele teoriei politicii economice,* Ed. All Beck.
23. Isărescu Mugur Constantin, 2009, *Contribuții teoretice şi practice în domeniul politicilor monetare şi bancare*, Editura Academiei Române, pp. 1-518.
24. Isărescu Mugur, 2008, *Probleme ale politicii monetare într-o țară emergentă. Cazul României,* Discurs susținut la Academia Regală de Ştiințe Economice şi Financiare din Barcelona (21 februarie).
25. Juglar Clement, 1862, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris, Guillaumin.
26. Keynes John Maynard, 2009, *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii şi a banilor*, Ed. Publica.
27. Kindleberger P. Charles, Robert Z. Aliber, 2005, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Palgrave, MacMillan.
28. Kitchen Joseph, 1924, *Cycles and Trends in Economic Factors*, in *Review of Economics and Statistics*, Vol. 5, No. 1, The MIT Press, pp. 10-16.
29. Kiyotake Nobuhiro and John Moore, 1997, *Credit Cycles*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 211-48.
30. Kondratieff N.D., 1935, *The Long Waves in Economic Life*, in *Review of Economics and Statistics*, 17, pp. 105-115.
31. Li Minqi, Feng Xiao, Andong Zhu, 2007, *Long Waves, Institutional Changes, and Historical Trends: A Study of the Long-Term Movement of the Profit Rate in the Capitalist World Economy*, in *Journal of World-Systems Research*, Vol. XIII, No. 1, pp. 33-54.
32. Lown Cara and Donald P. Morgan, 2006, *The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 6, pp. 1575-1597.
33. Lucas E. Robert, 1977, *Understanding Business Cycles*, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 5, 1977, pp. 7-29.
34. Lucas E. Robert, 1973, *Some International Evidence on Output – Inflation Tradeoffs*, in *American Economic Review*, 63(3), pp. 326-334.
35. Minsky P. Hyman, 2011, *Cum să stabilizăm o economie instabilă* (Traducere din engleză de Smaranda Nistor: *Stabilizing An Unstable Economy*, 2008), Ed. Publica.
36. Minsky P. Hyman, 2008, *Securitization*, Preface and Afterword by Randall Wray, in *Working Paper* No. 2, Levy Economics Institute of Bard College, pp. 1-7.
37. Minsky P. Hyman, 1992, *The Financial Instability Hypothesis*, in *Working Paper* No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, pp. 1-9.
38. Minsky P. Hyman, 1996, *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies*, in *Working Paper* No. 24, Levy Economics Institute of Bard College.
39. Minsky P. Hyman, Charles J. Whalen, 1996, *Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism*, in *Working Paper* No. 165, Levy Economics Institute of Bard College.
40. Minsky P. Hyman, 1957a, *Central Banking and Money Market Changes*, in *Working Paper* No. 194, Levy Economics Institute of Bard College.

41. Minsky P. Hyman, 1957b, *Monetary System and Accelerator Models*, in *The American Economic Review*, Vol. XLVII, No. 6/1957, Levy Economics Institute of Bard College Archive.
42. Minsky P. Hyman, 1959, *A Linear Model of Cyclical Growth*, in *The Review of Economics and Statistics*, Vol. XLI, No., 2, Part I, May 1959, pp. 133-145.
43. Minsky P. Hyman, 1964, *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions*, in *American Economic Association Papers and Proceedings* 54 (May), pp. 324-332.
44. Mises Ludwig von, 2009, *The Theory of Money and Credit*, Publisher: Ludwig von Mises Institute.
45. Mises Ludwig von, 1936, *La théorie dite autrichienne du cycle économique*, in *Bulletin of the Société Belge d'Etudes et d'Expansion*, pp. 459-464.
46. Nasica Eric, 1999, *Thwarting Systems and Institutional Dynamics, or How to Stabilize an Unstable Economy, Full Employment and Price Stability in a Global Economy*, pp. 236/255.
47. Olson Mancur, 1965, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press.
48. Palley Thomas, 2009, *The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis*, in *Working Paper* No. 11, Macroeconomic Policy Institute.
49. Palley I. Thomas, 2009, *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises*, in *Working Paper* No. 5, Macroeconomic Policy Institute, Hans Böckler Stiftung.
50. Papadimitriou B. Dimitri, L. Randall Wray, 1997, *The Economic Contributions of Hyman P. Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform*, in *Working Paper* No. 217, Levy Economics Institute of Bard College.
51. Reinhart M. Carmen, Kenneth Rogoff, 2012, *De data asta e altfel. Opt secole de sminteală financiară* (traducere din engleză de Smaranda Nistor: *This time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, 2009, Princeton University Press), Ed. Publica.
52. Samuelson P.A., 1939, *Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration*, in *The Review of Economics and Statistics*, XXI (May), 78, Published by Harvard University, Reprinted in Readings in Business Cycles (Philadelphia, 1944), 269.
53. Schumpeter J.A., 1939, *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York, McGraw-Hill.
54. Silverberg Gerald, 2003, *Long Waves: Conceptual, Empirical and Modelling Issues, Neo-Schumpeterian Economics*, edited by Horst Hanusch and Andreas Pyker, Elgar, pp. 1-3.
55. Sinai Allen, 1992, *Financial and Real Business Cycles*, in *Eastern Economic Journal*, Vol. 18, No. 1, pp. 1-54.
56. Wray L., Randall, 2001, *Financial Instability*, in *Working Paper* No. 19, The Levy Economics Institute of Bard College.
57. Wray L. Randall, 2008, *Financial Markets Meltdown. What Can We Learn from Minsky*? in *Public Policy Brief* No. 94A, The Levy Economics Institute of Bard College, p. 1-10.
58. Wray L. Randall, 2009, *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*, in *Working Paper* No. 578, The Levy Economics Institute of Bard College, pp. 1-24.
59. Wray L. Randall, 2009, *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach*, in *Cambridge Journal of Economics* 33, pp. 807-828, doi:10.1093/cje/bep024.

*Anexa 1*

Ratele de creştere anuală a PIB în țările ECE, în % față de anul precedent (1980-2012)

| **Țara** | **1980** | **1981** | **1982** | **1983** | **1984** | **1985** | **1986** | **1987** | **1988** | **1989** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | 5,7 | 5,3 | 4,2 | 3,0 | 4,6 | 1,8 | 5,3 | 4,7 | 2,4 | -0,5 |
| Rep. Cehă | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Estonia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Letonia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Lituania | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Polonia | -6,0 | -10,0 | -4,8 | 5,6 | -0,36 | 3,86 | 3,49 | 2,3 | 3,28 | 3,81 |
| România | 3,3 | 0,1 | 3,9 | 6,0 | 6,0 | -0,1 | 2,4 | 0,8 | -0,5 | -5,8 |
| Slovacia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Slovenia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Ungaria | 0,21 | 2,87 | 2,84 | 0,72 | 2,66 | -0,25 | 1,53 | 4,05 | -0,06 | 0,74 |

| **Țările** | **1990** | **1991** | **1992** | **1993** | **1994** | **1995** | **1996** | **1997** | **1998** | **1999** | **2000** | **2001** | **2002** | **2003** | **2004** | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | -9,000 | -8,40 | -7,25 | -1,48 | 1,82 | 2,86 | -10,14 | -6,94 | 3,50 | 2,51 | 5,80 | 5,00 | 4,7 | 5,5 | 6,7 | 6,4 | 6,5 | 6,4 | 6,2 | -5,5 | 0,4 | 1,8 | 0,8 |
| Rep. Cehă | -1,22 | -11,49 | -3,29 | 0,57 | 3,21 | 6,36 | 3,91 | 0,98 | -2,50 | -0,21 | 3,1 | 3,5 | 2,1 | 3,8 | 4,7 | 6,8 | 7,0 | 5,7 | 3,1 | -4,5 | 2,5 | 1,8 | -1,0 |
| Estonia | -8,10 | -10,01 | -14,15 | -8,51 | -2,00 | 4,29 | 3,98 | 10,53 | 4,06 | -1,39 | 6,9 | 4,7 | 6,6 | 7,8 | 6,3 | 8,9 | 10,1 | 7,5 | -4,2 | -14,1 | 2,6 | 9,6 | 3,9 |
| Letonia | 2,90 | -10,41 | -34,86 | -14,87 | 0,65 | -0,81 | 3,34 | 8,61 | 3,56 | 0,47 | 6,6 | 7,5 | 7,1 | 7,7 | 8,8 | 10,1 | 11,0 | 10,0 | -2,8 | -17,7 | -1,3 | 5,3 | 5,2 |
| Lituania | -3,30 | -5,69 | -21,26 | -16,23 | -9,77 | 3,29 | 4,71 | 7,28 | 5,15 | -3,07 | 3,90 | 4,70 | 6,8 | 10,3 | 7,4 | 7,8 | 7,8 | 9,8 | 2,9 | -14,8 | 1,6 | 6,0 | 3,7 |
| Polonia | -11,60 | -7,00 | 2,63 | 3,80 | 5,20 | 7,00 | 6,05 | 6,85 | 4,80 | 4,04 | 4,00 | 1,10 | 1,4 | 3,9 | 5,3 | 3,6 | 6,2 | 6,8 | 5,1 | 1,6 | 3,9 | 4,5 | 1,9 |
| România | -5,58 | -12,92 | -8,77 | 1,53 | 3,93 | 7,14 | 3,95 | 6,07 | -5,43 | -3,19 | 1,80 | 5,30 | 5,1 | 5,2 | 8,5 | 4,2 | 7,9 | 6,3 | 7,3 | -6,6 | -1,1 | 2,2 | 0,7 |
| Slovacia | -2,47 | -14,57 | -6,45 | -8,70 | 4,90 | 6,91 | 6,58 | 6,54 | 4,42 | 1,90 | 2,20 | 3,10 | 4,6 | 4,8 | 5,1 | 6,7 | 8,3 | 10,5 | 5,8 | -4,9 | 4,4 | 3,0 | 1,8 |
| Slovenia | … | -9,0 | -5,0 | 2,8 | 5,3 | 4,1 | 3,5 | 4,5 | 4,0 | 4,8 | 4,6 | 3,0 | 3,8 | 2,9 | 4,4 | 4,0 | 5,8 | 7,0 | 3,4 | -7,9 | 1,3 | 0,7 | -2,5 |
| Ungaria | -3,50 | -11,90 | -3,06 | -0,58 | 2,95 | 1,50 | 1,34 | 4,57 | 5,07 | 4,27 | 5,2 | 3,8 | 4,5 | 3,9 | 4,8 | 4,0 | 3,9 | 0,1 | 0,9 | -6,8 | 1,1 | 1,6 | -1,7 |

*Sursa: Economic Survey of Europe*, 2000, vol. 2, UN-ECE, Geneva; *WIIW Research Report* 283/2002; Eurostat, *Statistics Database*.

*Anexa 2*

Rata inflației în țările ECE (rate medii anuale, %)

| Țările | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | ... | 0,00 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,5 | 6,40 |
| Rep. Cehă | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Estonia | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Letonia | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Lituania | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Polonia | 9,4 | 21,2 | 100,8 | 22,1 | 75,6 | 15,1 | 17,8 | 25,2 | 60,2 | 251,1 |
| România | 1,5 | 2,2 | 16,9 | 4,6 | -0,32 | -0,2 | 0,7 | 1,1 | 2,6 | 0,9 |
| Slovacia | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| Slovenia | | | | | | | | | | |
| Ungaria | 9,3 | 4,5 | 7,0 | 6,4 | 8,6 | 7,0 | 5,3 | 8,7 | 15,8 | 16,9 |

| Țările | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | 23,9 | 333,5 | 82,0 | 72,8 | 96,0 | 62,0 | 123,0 | 1061,2 | 18,6 | 2,6 | 10,3 | 7,3 | 5,8 | 2,3 | 6,1 | 6,0 | 7,4 | 7,6 | 12,0 | 2,5 | 3,0 | 3,4 | 2,4 | 0,4 |
| Rep. Cehă | | | | | | | 8,7 | 8,6 | 10,7 | 2,1 | 3,8 | 4,7 | 1,4 | -1,1 | 2,6 | 1,6 | 2,1 | 3,0 | 6,3 | 0,6 | 1,2 | 2,1 | 3,5 | 1,4 |
| Estonia | | | | | 47,6 | 29,0 | 23,0 | 11,2 | 8,2 | 3,3 | 4,0 | 5,7 | 3,6 | 1,4 | 3,0 | 4,1 | 4,4 | 6,7 | 10,6 | -0,1 | 2,7 | 5,1 | 4,2 | 3,2 |
| Letonia | | | | 109,2 | 35,9 | 25,0 | 17,6 | 8,0 | 4,3 | 2,1 | 2,6 | 2,5 | 2,0 | 2,9 | 6,2 | 6,9 | 6,6 | 10,1 | 15,3 | 3,3 | -1,2 | 4,2 | 2,3 | 1,0 |
| Lituania | | | | | | | | | | | 1,1 | 1,5 | 0,3 | -1,1 | 1,2 | 2,7 | 3,8 | 5,8 | 11,1 | 4,2 | 1,2 | 4,1 | 3,2 | 1,2 |
| Polonia | 585,8 | 70,3 | 43,0 | 35,3 | 32,2 | 27,8 | 19,9 | 14,9 | 11,8 | 7,3 | 10,1 | 5,5 | 1,9 | 0,7 | 3,6 | 2,2 | 1,3 | 2,6 | 4,2 | 4,0 | 2,7 | 3,9 | 3,7 | 0,8 |
| România | 128 | 161 | 210,3 | 256,1 | 136,7 | 32,3 | 38,8 | 154,7 | 59,0 | 45,8 | 45,6 | 34,4 | 22,5 | 15,3 | 11,9 | 9,1 | 6,6 | 4,9 | 7,9 | 5,6 | 6,1 | 5,8 | 3,4 | 3,2 |
| Slovacia | | | | | 13,4 | 9,8 | 5,7 | 5,9 | 6,7 | 10,5 | 12,2 | 7,1 | 3,5 | 8,4 | 7,5 | 2,8 | 4,3 | 1,9 | 3,9 | 0,9 | 0,7 | 4,1 | 3,7 | 1,5 |
| Slovenia | | | | 31,9 | 20,7 | 13,6 | 9,9 | 8,3 | 7,9 | 6,1 | 8,8 | 8,4 | 7,5 | 5,7 | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,8 | 5,5 | 0,9 | 2,1 | 2,1 | 2,8 | 1,9 |
| Ungaria | 28,9 | 34,2 | 22,9 | 22,4 | 18,8 | 28,3 | 23,4 | 18,3 | 14,1 | 10,0 | 9,8 | 9,1 | 5,2 | 4,7 | 6,8 | 3,5 | 4,0 | 7,9 | 6,0 | 4,0 | 4,7 | 3,9 | 5,7 | 1,7 |

*Sursa: Economic Survey of Europe*, 2000, vol. 2, UN-ECE, Geneva; *WIIW Research Report* 283/2002; Eurostat, *Statistics Database.*

*Anexa 3*

Ritmuri anuale ale fluctuației prețului acțiunilor față de anul precedent (în %), 1997-2009, țările ECE membre UE

| **Țările** | **1997** | **1998** | **1999** | **2000** | **2001** | **2002** | **2003** | **2004** | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | | | | | -11,4 | 51,3 | 126,9 | 64,5 | 52,2 | 18,8 | 59,0 | -36,6 | -61,0 |
| Croația | | -15,8 | -13,9 | 24,7 | 12,5 | 20,8 | -2,2 | 11,5 | 50,2 | 42,6 | 69,7 | -25,6 | -45,5 |
| Cehia | | | 3,4 | 21,0 | -25,3 | 6,5 | 27,3 | 48,3 | 51,6 | 17,9 | 20,0 | -23,5 | -29,2 |
| Estonia | | -41,0 | -35,8 | 31,7 | -8,4 | 33,7 | 39,6 | 41,5 | 72,2 | 11,1 | 32,0 | -40,4 | -36,3 |
| Letonia | | -47,6 | -60,1 | 38,1 | 36,1 | 13,2 | 22,3 | 35,9 | 50,2 | 21,5 | 11,9 | -30,7 | -45,6 |
| Lituania | | | | | | 5,8 | 57,5 | 62,7 | 87,0 | 2,2 | 25,1 | -26,5 | -44,2 |
| Polonia | 27,9 | -8,0 | 3,7 | 23,0 | -24,3 | 0,5 | 18,1 | 41,2 | 22,6 | 45,9 | 36,5 | -30,9 | -21,3 |
| Slovacia | | | 9,7 | | 24,0 | 14,2 | 40,7 | 29,6 | 105,2 | -7,6 | 4,7 | 2,1 | -26,2 |
| Slovenia | 21,7 | 17,9 | | -6,1 | 11,0 | 52,8 | 16,6 | 35,1 | 1,85 | 12,9 | 90,4 | -26,9 | -45,3 |
| Ungaria | | | 29,5 | | -21,0 | 12,5 | 7,9 | 39,9 | 61,8 | 18,5 | 15,8 | -24,2 | -18,8 |
| Țări ECE | 76,0 | | | 34,9 | -10,7 | 15,8 | 26,4 | 40,0 | 44,4 | 20,1 | 45,1 | -26,5 | -38,1 |
| | | | | | | | | | | | | | |

*Anexa 4*

Credit intern acordat de sectorul bancar[x)] (% în PIB)
(1986-2012)

| Țările | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | | | | | | 118,5 | 120,7 | 133,1 | 103,4 | 69,0 | 121,0 | 21,45 | 15,2 | 14,9 | 17,4 | 19,8 | 23,0 | 28,6 | 34,5 | 40,2 | 40,7 | 55,6 | 64,2 | 69,6 | 70,9 | 71,3 | 70,9 |
| Rep. Cehă | | | | | | | | 65,0 | 67,8 | 68,3 | 64,2 | 64,4 | 57,2 | 52,8 | 47,6 | 43,8 | 40,5 | 46,5 | 42,9 | 41,6 | 46,6 | 51,2 | 55,5 | 60,2 | 62,6 | 67,7 | 68,4 |
| Estonia | | | | | | | | | | 11,2 | 18,7 | 28,6 | 30,3 | 31,0 | 34,5 | 38,2 | 43,8 | 50,3 | 60,2 | 68,2 | 81,1 | 90,3 | 96,3 | 104,4 | 98,4 | 84,4 | 77,1 |
| Letonia | | | | | | | | 18,2 | 22,5 | 13,1 | 11,6 | 14,1 | 17,0 | 17,8 | 23,3 | 28,5 | 35,7 | 44,9 | 53,9 | 71,8 | 89,7 | 89,5 | 89,4 | 94,3 | 89,6 | 78,7 | 62,9 |
| Lituania | | | | | | | | 15,5 | 19,1 | 13,7 | 11,1 | 12,6 | 13,3 | 16,1 | 15,1 | 15,5 | 17,8 | 23,2 | 30,5 | 43,1 | 48,9 | 59,9 | 64,2 | 69,9 | 64,6 | 57,3 | 51,9 |
| Polonia | 54,9 | 49,6 | 41,6 | 33,1 | 18,8 | 32,8 | 35,6 | 37,8 | 34,0 | 30,0 | 31,5 | 32,4 | 33,7 | 36,3 | 34,4 | 36,9 | 37,1 | 38,4 | 37,6 | 37,4 | 42,0 | 46,2 | 59,9 | 61,4 | 63,5 | 66,0 | 63,8 |
| România | 83,1 | 91,5 | 94,8 | 101,3 | 79,7 | 62,4 | 31,7 | 20,2 | 17,8 | 23,5 | 28,8 | 18,7 | 21,7 | 17,8 | 13,9 | 12,9 | 13,8 | 15,8 | 16,9 | 20,7 | 24,0 | 35,0 | 46,4 | 51,6 | 53,9 | 52,0 | 54,2 |
| Slovenia | | | | | | 36,8 | 22,7 | 33,5 | 31,9 | 32,7 | 32,0 | 31,8 | 36,0 | 38,9 | 42,7 | 45,4 | 43,6 | 47,5 | 56,1 | 65,4 | 73,1 | 81,8 | 87,1 | 93,3 | 97,4 | 93,4 | 93,8 |
| Ungaria | 103,3 | 102,0 | 91,6 | 90,0 | 105,5 | 99,3 | 94,3 | 95,0 | 91,3 | 80,8 | 71,3 | 64,5 | 62,0 | 52,9 | 55,3 | 49,6 | 53,1 | 57,5 | 58,1 | 62,2 | 68,4 | 75,6 | 80,9 | 81,3 | 82,4 | 77,1 | 68,7 |

[x)] Conține toate creditele acordate de sectorul bancar diferitelor sectoare, cu excepția guvernelor. Sectorul bancar include autoritățile monetare şi băncile cu depozite monetare, ca şi alte instituții bancare la care sunt date disponibile.

*Sursa:* International Monetary Fund, *International Financial Statistics and data files;* World Bank and OECD, *GDP estimates*.

*Anexa 5*

Ratele medii anuale ale prețurilor locuințelor în UE27, în țările ECE şi alte țări ale UE, în % (2006-2012)

| | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| UE | 8,5 | 8,7 | 1,1 | -4,3 | 1,3 | 0,1 | -1,6 |
| Bulgaria | | | | | -10,2 | -5,5 | -1,9 |
| Republica Cehă | | | | -3,8 | -1,8 | 0,0 | -1,4 |
| Estonia | 49,5 | 20,8 | -9,6 | -37,2 | 5,7 | 8,5 | 7,3 |
| Letonia | | 36,3 | 1,1 | -37,3 | -11,0 | 9,9 | 2,5 |
| Lituania | | 26,3 | 9,0 | -29,9 | -7,4 | 6,6 | -0,2 |
| România | | | | | -7,8 | -14,2 | -6,5 |
| Slovenia | | | 7,0 | -9,5 | 0,1 | 2,7 | -6,9 |
| Slovacia | | 29,0 | 17,9 | -12,7 | -4,0 | -1,5 | -2,7 |
| Ungaria | | | 2,4 | -5,3 | -2,4 | -3,4 | -3,8 |
| Irlanda | 14,8 | 7,4 | -7,0 | -18,8 | -12,3 | -13,9 | -11,4 |
| Spania | | 9,8 | -1,4 | -6,6 | -1,8 | -7,6 | -14,8 |

*Sursa:* Eurostat.