

## **Liberalizarea mișcărilor de capital – consecințe asupra conduitei politicii monetare**

Silviu CERNA

Universitatea de Vest Timișoara

### **Abstract**

The liberalisation of capital flows makes in the Romanian economy vulnerable to the important and presumably unstable capitals. These movements aren't any more specific destabilizing phenomena: they are inherent for the convergence process and therefore should be considered in the elaboration and application of the economic policy.

**Keywords:** *foreign exchange rate, capital flows, financial markets, monetary policy, interest rate.*

**JEL classification:** E4, F2, G1.

### **Introducere**

Una din obligațiile ce revin statelor membre ale UEM este eliminarea tuturor restricțiilor din legislația națională cu privire la mișcările de capital dintre ele, respectiv dintre aceste țări și țările terțe (cu câteva excepții), precum și adoptarea reglementărilor comunitare în această materie<sup>1</sup>.

România a liberalizat complet operațiunile valutare aferente tranzacțiilor curente și financiare cu străinătatea. Acest proces a început în anul 1991, prin adoptarea unei legi a investițiilor străine, însă

a trenat în tot cursul anilor '90, din cauza ezitărilor autorităților române de a reforma și deschide economia.

Un eveniment important s-a produs la 25 martie 1998, când România a acceptat obligațiile stipulate de art. VIII din statutul FMI<sup>2</sup>.

Prin aceasta, România a liberalizat operațiunile de cont curent, realizând o etapă importantă în procesul de asigurare

<sup>1</sup> Directiva 88/361/CEE.

<sup>2</sup> Art. VIII se referă la următoarele aspecte: angajamentul autorităților de a elimina restricțiile privind operațiunile de cont curent; neintroducerea altor restricții în viitor; regimul cursului de schimb să nu sufere modificări semnificative; crearea condițiilor cât mai favorabile relansării reformei economice.

a convertibilității leului. Spre deosebire de aceasta, alte țări din Europa Centrală și de Est au continuat, în acea perioadă, să practice diverse forme de control valutar asupra operațiunilor de cont curent (obligația firmelor exportatoare de a vinde integral băncilor comerciale valuta încasată în urma exportului – Polonia, Ungaria, Cehia și Slovacia; repatrierea imediată a încasărilor din export – Cehia, Slovacia, Polonia (maxim 2 luni), Bulgaria (fără termen); etc.). Aceste restricții vor fi eliminate treptat, pe măsura progreselor țărilor respective pe calea aderării la UE<sup>3</sup>.

În România, ultimele forme de control valutar au fost abolite practic la 1 aprilie 2005, când au fost liberalizate aproape toate fluxurilor de capital – pe termen lung și pe termen scurt –, cu excepția operațiunilor nerezidenților efectuate pe piața monetară și a operațiunilor rezidenților în conturi deschise în străinătate, care au fost liberalizate ulterior.

În principiu, avantajele liberalizării fluxurilor de capital depășesc riscurile, iar efectul final pe care acest proces de importanță istorică îl exercită asupra economiei românești va fi, probabil, unul benefic<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Baza teoretică a măsurilor de liberalizare a mișcărilor de capital în cadrul unei uniuni monetare este constituită de *teoria zonelor monetare optime*, pentru care UEM servește ca principal referențial. [Cerna, 2006].

<sup>4</sup> În România, primele forme de control valutar au fost introduse în anul 1933, în încercarea de a face față crizei economice interbelice. Se constată empiric că între mersul economiei și tendința generală în materie de regim al operațiunilor financiare cu străinătatea există o strânsă legătură [Bakker, 1996, p.6]. Atunci când stabilitatea macroeconomică este amenințată, așa cum s-a întâmplat în ultimii ani ai sistemului monetar internațional de la Bretton Woods, ori în primii ani de funcțio-

Cu toate acestea, deschiderea financiară a economiei românești o face vulnerabilă la fluxurile de capital mari și potențial instabile. Căci, spre deosebire de trecut, aceste intrări și ieșiri de capitaluri nu mai sunt fenomene destabilizatoare punctuale, ci elemente inerente procesului de tranziție, ce trebuie, deci, luate în considerare în conceperea și aplicarea politicii economice.

Astfel, în perioada 2004 – jumătatea anului 2007, leul s-a apreciat notabil în termeni *reali* în raport cu principalele monede internaționale [Cerna, 2008, p.22-26]. Această apreciere a leului a atras capitaluri considerabile, susceptibile să submineze eforturile depuse de autorități pentru controlul inflației și al deficitului extern curent.

Fenomenul s-a manifestat în condițiile în care, în România, "*coeficientul de intensitate a capitalului*" (*capital-labour ratio*) este mult mai mic decât în țările industrializate. Or, înzestrarea tehnică redusă, combinată cu existența unei mâini de lucru destul de numeroase și de bine calificate și cu o infrastructură slab dezvoltată, fac toate necesară o rată a dobânzii *reale* ridicată, susceptibilă să stimuleze

nare a *Sistemului Monetar European*, țările lumii tind să se protejeze prin adoptarea unor restricții severe. În epocile de creștere economică generalizată, se manifestă, dimpotrivă, o tendință universală de liberalizare.

În această tendință nu s-au înscris însă niciodată țările comuniste, în care, cu toate deosebirile de la o țară la alta, monopolul valutar al statului a fost tot timpul aproape absolut. Înainte de 1989, în România, de exemplu, deținerea de mijloace de plată străine era considerată infracțiune și pedepsită cu închisoare.

Pentru o analiză a avantajelor și dezavantajelor liberalizării, a se vedea și lucrarea noastră [Cerna și Donath, 2006, p. 39].

economisirea și, deci, să permită finanțarea investițiilor. Într-adevăr, dacă rata dobânzii este redusă, economiile vor fi mai mici decât investițiile, ceea ce face ca o parte a investițiilor să fie finanțate din emisiune monetară, susceptibilă să alimenteze inflația și să amplifice deficitul contului extern curent.

Incompatibilitatea dintre nivelul redus al ratei dobânzii *reale* – rezultat din primul fenomen – și nivelul ridicat al ratei – impus de cel de-al doilea fenomen – dă naștere unei dileme dificile pentru politica economică. Este vorba despre ceea ce în literatură se numește “*dilema Tošovský*”, după numele guvernatorului băncii centrale a Republicii Cehe, care, la mijlocul anilor 1990, a sesizat existența acestei contradicții. După cum vom încerca să demonstrăm în lucrarea de față, piața poate rezolva în mod spontan această dilemă prin mecanismele sale specifice. Însă, autoritățile trebuie, de asemenea, să aibă în vedere unele imperative strategice în conceperea și aplicarea *mix*-ului lor de politici economice.

## 1. Aprecierea leului

Evoluția istorică a cursului leului în epoca postcomunistă învederează trei etape:

- 1) perioada 1992-2004: caracterizată printr-o continuă depreciere *nominală* și chiar *reală*<sup>5</sup> a leului (mai ales în anii 1992-1993 și 1997-1999);
- 2) perioada 2004 – jumătatea anului

<sup>5</sup> Cursul de schimb *real* (*real exchange rate*) este cursul *nominal* (*nominal exchange rate*) corectat cu rata inflației; deprecierea *reală* a leului înseamnă, deci, o depreciere mai mare decât rata inflației.

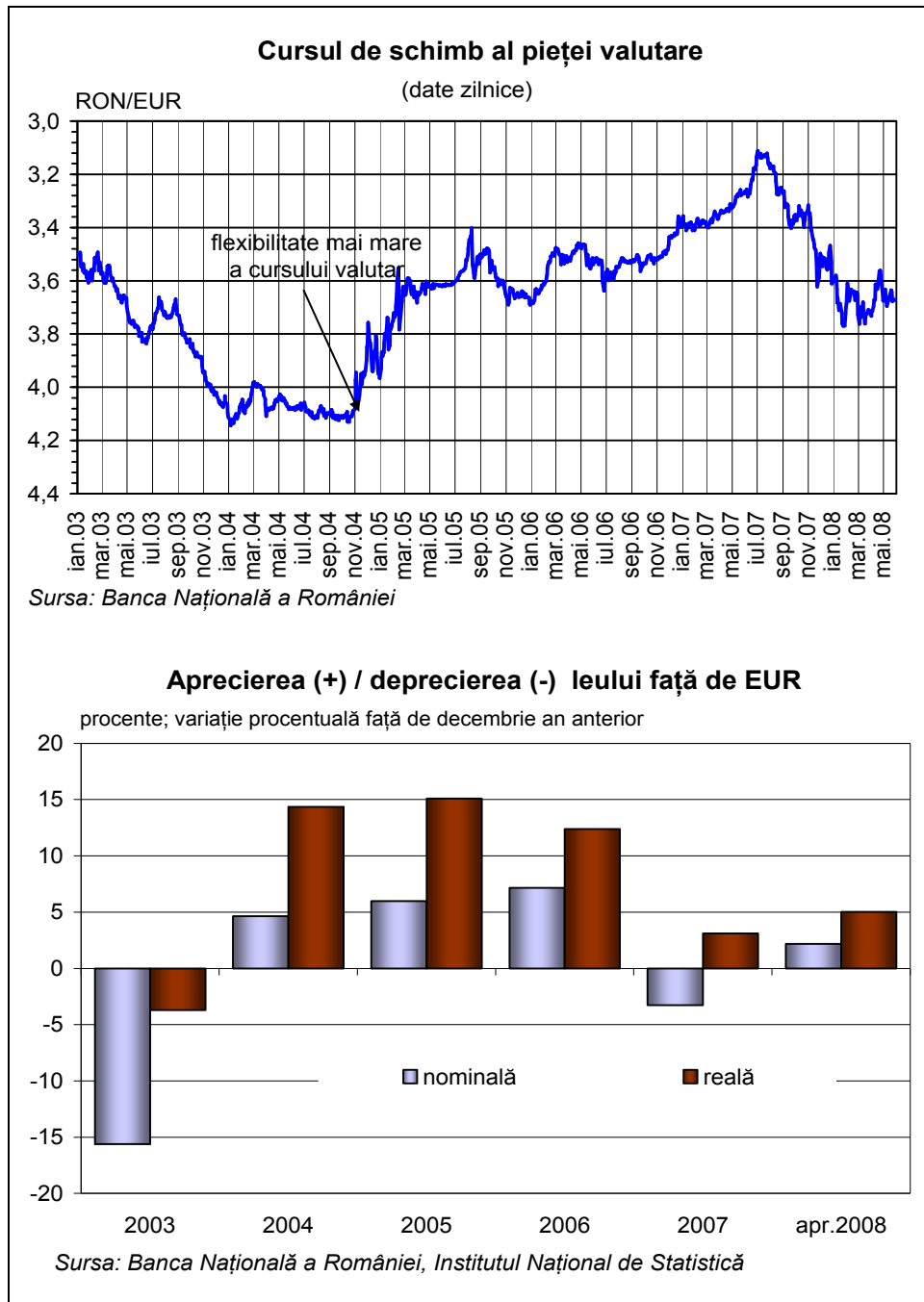
2007: caracterizată prin amintita apreciere *reală* și chiar *nominală* (2005 – iunie 2007) continuă a leului, determinată de masivele intrări de capital generate de intrarea României în NATO și în UE;

- 3) perioada de la mijlocul anului 2007 și până prezent: caracterizată prin corectarea aprecierii excesive care s-a produs în perioada anterioară și apariția unei tendințe de apropiere de un nivel de echilibru, definit, de această dată, în condițiile liberalizării complete a mișcărilor de capital (convertibilitatea deplină a leului) și ale conturării perspectivelor adoptării euro; totodată, acest fenomen coincide cu declanșarea crizei pieței creditului imobiliar din SUA, care nu pare însă să fi afectat stabilitatea financiară a României, nici în mod direct (impact asupra sectorului bancar și al piețelor financiare), nici în mod indirect (impact asupra economiei reale).

Tendința de apreciere în termeni *reali* a leului este ilustrată în Figura 1. După cum se observă, leul a înregistrat în ultimii patru ani o apreciere puternică în termeni reali față de euro, care, la rândul său, s-a apreciat în perioada respectivă față de dolarul american și de alte mone-de internaționale.

Acest fenomen a fost determinat de intrările masive de capital străin care au avut loc în acea perioadă (5,2 mld. euro în 2005, 8,7 mld. euro în 2006, 7,1 mld. euro în 2007) (Figura 2).

Intrările de capitaluri au fost provocate de faptul că, în România, o serie de bunuri, mai ales imobiliare, aveau prețuri mai mici decât prețurile internaționale, iar – pentru prima dată după 1989 – creșterea salariilor nu a mai depășit creșterea productivității muncii.



**Figura 1:** Evoluția cursului leului

La acești factori obiectivi, s-a adăugat atitudinea în general pozitivă a piețelor internaționale față de țările emergente; în cazul României, acest sentiment favorabil a fost accentuat de aderarea la NATO și de iminența aderării la UE.

Ca urmare a tuturor acestor factori obiectivi și subiectivi, intrările de capital străin au fost considerabile, ceea ce a permis finanțarea deficitului de cont curent, creșterea rezervei valutare a BNR și aprecierea cursului leului. O anumită acțiune în aceeași direcție au exercitat și transferurile curente din străinătate (3,6 mld. euro în 2005, 4,8 mld. euro în 2006, 7,2 mld. euro în 2007).

În ceea ce privește intrările de capital sub formă de investiții directe, este de notat că acestea au fost insensibile, un timp, la deteriorarea unor indicatori macroeconomici, care semnalau existența și amplificarea unor dezechilibre în economia românească: inflația încă ridicată (8,6% în 2005, 4,9% în 2006 și 6,6% în 2007), reapariția unor creșteri de salarii mai mari decât creșterea productivității muncii (mai ales în 2007), creșterea deficitului balanței plăților curente cu străinătatea (de la cca. 10% din PIB în 2006 la 17% în 2007) (Figura 2).

Concluzia care se desprinde din cele arătate este că aprecierea semnificativă a leului, manifestată în perioada menționată, a fost determinată mai degrabă de factori conjuncturali decât de evoluția durabilă a “*variabilelor fundamentale*” ale economiei românești.

Cazul românesc confirmă teza că, pe măsură ce o economie se deschide față de mișcările internaționale de capital, tranzacțiile valutare cu caracter financiar (inclusiv cele cu caracter speculativ) tind să devină la fel de importante – prin prisma determinării cursului de schimb – ca cele

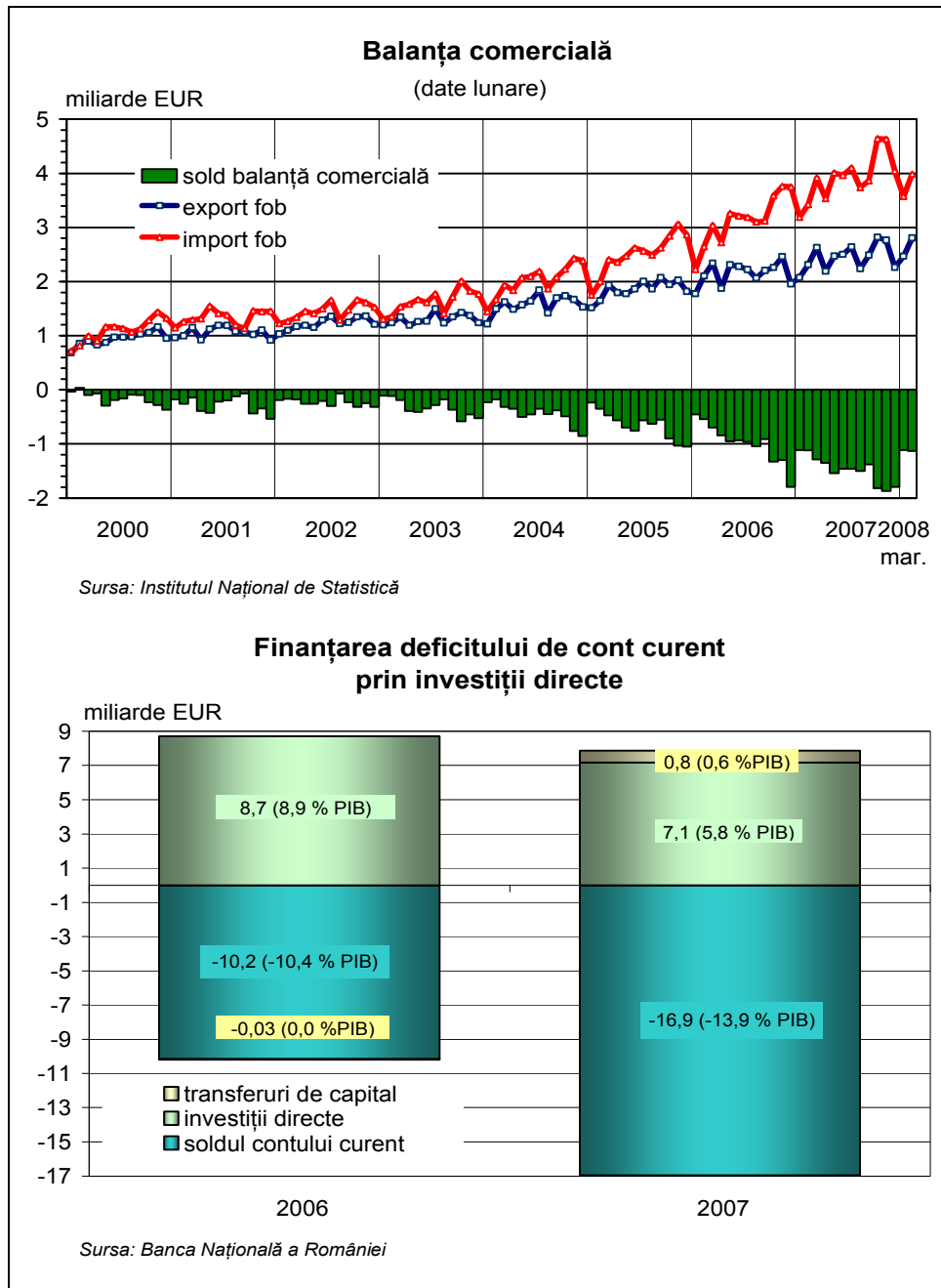
de natură comercială. Ca urmare a acestui fenomen, marja de manevră a băncii centrale în materie de sprijinire a cursului de schimb se reduce (fără a dispărea complet), deoarece această variabilă începe să depindă mai mult de percepția investitorilor străini despre starea actuală și viitoare a economiei în cauză, decât de cererea și oferta de valută generate de importul și exportul de bunuri și servicii. Este vorba, deci, despre o creștere a complexității procesului de formare a cursului de schimb, care face să crească amplitudinea oscilațiilor acestei variabile și, deci, să se accentueze instabilitatea economiei respective.

Aprecierea persistentă a leului provoacă distorsiuni ale ratelor dobânzii față de nivelul de echilibru prescris de *teoria parității ratelor dobânzii*<sup>6</sup>, ceea ce are consecințe asupra dobânzilor interne. Mai precis, făcând abstracție de prima de risc, tendința de apreciere în termeni *reali* a leului în raport cu euro, de exemplu, înseamnă că rata dobânzii *reale*<sup>7</sup> la plasamentele în lei este mai mare decât rata aferentă plasamentelor în euro. Căci, dacă nu ar fi așa, capitalurile nu ar părăsi zona euro și nu ar veni în România pentru a obține profit din aprecierea leului prevăzută pentru viitor – operațiune numită “*arbitrajul ratelor dobânzii*”.

De exemplu, rata dobânzii *reale* din România, corespunzătoare stării de echilibru definite de *teoria parității ratelor*

<sup>6</sup> *Teoria parității ratelor dobânzii*, elaborată de către Keynes, afirmă, în esență, că cursul la termen al unei monede față de altă monedă depinde de ratele dobânzii corespunzătoare scadenței respective, mai precis, de ratele relative ale dobânzilor (*diferențialul dobânzilor*) din țările în cauză [Keynes, 1971].

<sup>7</sup> Rata *reală* a dobânzii este egală cu rata *nominală* minus rata inflației:  $r = i - \pi$ .

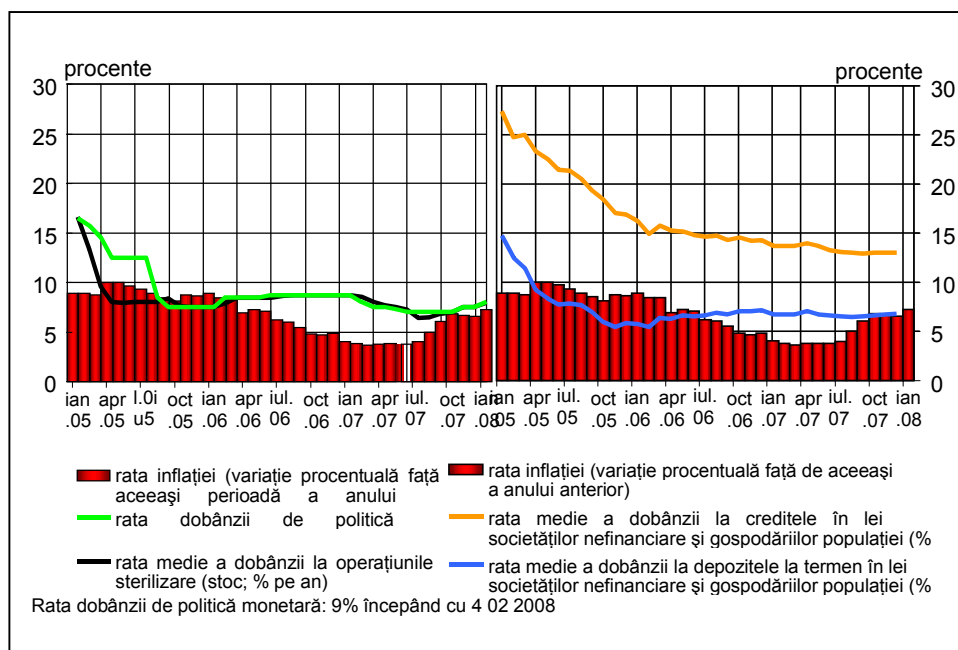


**Figura 2:** Deficitul balanței de plăți și finanțarea acesteia prin investiții străine directe

*dobânzii*, trebuie să fie egală cu rata dobânzii din zona euro, mai puțin aprecierea prevăzută a leului. Astfel, dacă rata *reală* a dobânzii în zona euro este 3,6% și se prevede o apreciere medie anuală în termeni *reali* a leului de 3%, rata dobânzii *reale* de echilibru, în România, trebuie să fie 0,6% pe an. Într-adevăr, un nivel al ratei dobânzii *reale* mai mare decât cel menționat antrenează, *caeteris paribus*, intrări masive de capitaluri, care exercită o puternică presiune în direcția scăderii și mai mari a ratei dobânzii, aprecierii leului sau și una și alta. Invers, un nivel al ratei dobânzii *reale* mai mic determină ieșiri puternice de capitaluri, cu tot ceea ce decurge de aici în planul evoluției ratei dobânzii interne și a cursului de schimb.

*Teoria parității ratelor dobânzii* a sus-

citat în cursul timpului numeroase critici, însă, ea are o ridicată putere explicativă și prospectivă, fiind confirmată, *a posteriori*, de datele de observație. Într-adevăr, se constată că, în perioada în care leul s-a apreciat, rata dobânzii *reale* la creditele bancare a avut o valoare pozitivă și care a fost, probabil, mai mare decât nivelul de echilibru menționat mai sus. Aceasta, în principal, din cauza riscului perceput de bănci, a restricțiilor și imperfecțiunilor piețelor de capital (Figura 3). Oricum, relevant prin prisma discuției de față este că această circumstanță a limitat capacitatea Băncii Naționale de a crește rata dobânzii în scopul combaterii inflației, fără a apare riscul unor intrări masive de capitaluri sau al unor puternice presiuni în direcția aprecierii leului.



Sursa: Banca Națională a României; Institutul Național de Statistică

**Figura 3:** Rata inflației și rate ale dobânzilor

## 2. Lipsa de capital

În ceea ce privește a doua problemă, se știe că România dispune de mult mai puține capitaluri comparativ cu țările dezvoltate din Europa occidentală și chiar cu alte țări foste comuniste. Or, cu cât raportul “*capital/muncă*” (*coeficientul de intensitate a capitalului, capital-labour ratio*), respectiv *productivitatea muncii*, sunt mai reduse, cu atât *randamentul capitalului*<sup>8</sup> și, deci, rata dobânzii *reale*, corespunzătoare stării de echilibru – definite, teoretic, în condițiile unei economii închise – sunt mai mari. Rezultă că, deși rata dobânzii *reale* din România este, de regulă, mai mare decât nivelul rezultat din *teoria parității ratelor dobânzii*, rămânerea în urmă a economiei românești în ceea ce privește dotarea cu capital ar impune ca – în condițiile unei economii închise – rata dobânzii *reale* să fie și mai ridicată în țara noastră comparativ cu țările din Europa occidentală.

Teoretic, randamentul marginal al capitalului poate fi calculat cu ajutorul unei funcții Cobb-Douglas. Rezultatele unui asemenea calcul, efectuat în anul 2002 pentru un grup de țări din Europa centrală și orientală, este redat, pentru ilustrare, în Tabelul 1 [Lipschitz ș.a., 2002, p. 32].

Desigur, este greu de închipuit existența unor intrări de capital de amploarea celor din tabelul de mai sus. Cu toate acestea, este clar că *randamentul capitalului* în țările în tranziție este, în general, mult mai mare decât în Europa occidentală.

În aceste condiții, dacă țările respecti-

ve ar avea granițele închise – ca în comunism –, rata dobânzii *reale* necesară pentru realizarea echilibrului dintre economii și investiții ar trebui să fie foarte ridicată atât de ridicată, încât nimeni nu ar putea-o suporta. De aceea, pentru a realiza un asemenea volum de economii, singura soluție ar fi ca economisirea să fie impusă cu forța. Și, după cum se știe, o caracteristică esențială a economiei planificate a fost că economisirea (numită “*acumulare socialistă*”) era stabilită prin plan, de regulă, la niveluri foarte ridicate, fiind apoi impusă întregii societăți prin mijloacele de implementare a planului. Economisirea avea, așadar, caracter “*forțat*”, în sensul că volumul acesteia rezulta dintr-o limitare prin plan a consumului, iar apoi planul era impus societății cu toate mijloacele – inclusiv cele violente – utilizate de statul totalitar comunist. În România, de exemplu, în cea mai mare parte a regimului ceaușist, “*rata acumulării*” s-a situat la niveluri de 30%-33% din venitul național.

Într-o societate de oameni liberi, evident, nu se poate proceda în același mod, iar, ca urmare, economisirea trebuie recompensată prin posibilitatea obținerii fie a unor bunuri de consum, destinate consumului viitor, fie a unor bunuri de capital, destinate utilizării productive. În concordanță cu caracteristicile generale ale societății libere, bunurile respective – de consum sau mijloace de producție – sunt proprietate privată.

La ora actuală, economiile central și est-europene sunt economii de piață, libere și deschise. Dintr-un alt punct de vedere, economiile respective sunt de talie relativ redusă în comparație cu piețele financiare internaționale. Ca urmare a combinării acestor două trăsături, economiile în tranziție își formează capitalul nu

<sup>8</sup> *Randamentul capitalului* este raportul dintre venitul net rezultat din operațiunile de capital și valoarea capitalului [Samuelson și Norhaus, 2000, p. 317].



**Tabelul 1:** Raritatea capitalului în țările din Europa centrală și orientală

	PIB pe muncitor <sup>1</sup>	Randamentul marginal al capitalului <sup>2</sup>	Intrări de capital potențiale <sup>3</sup>
Bulgaria	22,9	19,1	753
Estonia	31,1	10,3	543
Ungaria	55,7	3,2	259
Letonia	20,9	22,9	825
Lituania	28,5	12,3	596
Polonia	38,6	6,7	425
Slovacia	42,2	5,6	381
Cehia	53,6	3,5	275
România	26,9	13,8	634
Slovenia	72,8	1,9	147
Mediană	34,9	8,5	487
Minimum	20,9	1,9	147
Maximum	72,8	22,9	825

**Notă:** <sup>1</sup> În procente din PIB pe muncitor în Germania (pe baza parității puterilor de cumpărare); <sup>2</sup> Calculat cu ajutorul unei funcții Cobb-Douglas; <sup>3</sup> În procente din PIB inițial (înainte de intrările de capital).

**Sursa:** Lipschitz ș.a. [2002, p.32].

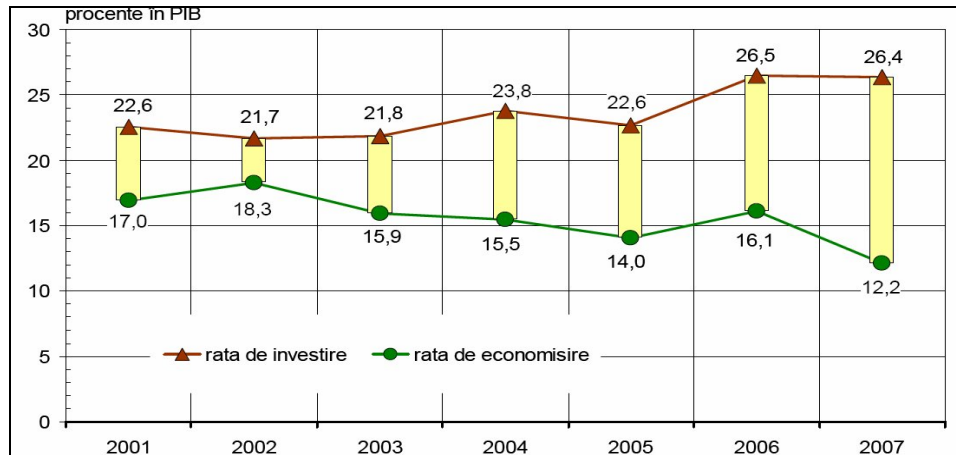
numai prin economisirea internă – de această dată, liberă, nu forțată –, ci și prin intrări masive de capital din străinătate.

De exemplu, conform calculelor autorilor citați, presupunând că eliminarea decalajelor (*catching up*) s-ar face, fără nici un fel de fricțiuni, într-un an de zile – adică, în decurs de un an, volumul capitalurilor injectate este atât de mare, încât productivitatea muncii în România devine egală cu cea din Germania –, intrările de capital ar trebui să fie egale cu 634% din PIB.

Relevanța unor asemenea calcule este, desigur, relativă, însă ele indică o anumită ordine de mărime a ajustărilor necesare. Într-adevăr, este limpede că diferențele dintre *coeficientul de intensitate a capitalului* și, respectiv, *productivitatea muncii* în România și în Europa occiden-

tală sunt atât de mari încât, dacă economia românească ar mai fi o economie închisă – chiar dacă ar fi încetat între timp să mai fie comunistă –, rata dobânzii *reale*, susceptibilă să asigure echilibrul între economii și investiții, ar fi foarte ridicată, comparativ cu zona euro, de exemplu. Economia românească este însă actualmente nu numai o economie de piață – mai mult sau mai puțin funcțională –, ci și una complet deschisă din punct de vedere financiar, iar ca urmare ea poate realiza o *rată de investire* mai mare decât *rata de economisire* (Figura 4).

Problema este însă că acest fapt face ca economia românească să fie expusă fragilității financiare și vulnerabilității externe specifice fenomenului de globalizare [Cerna, 2008b, p.14-18].



Sursa: Institutul Național de Statistică; Comisia Națională de Prognoză; calcule Banca Națională a României.

Figura 4: Rata de economisire și rata de investire în România, 2001-2007

### 3. Dilema cu care se confruntă banca centrală

În aceste condiții, autoritățile se află în fața unei dileme. Pe de o parte, dacă banca centrală stabilește un nivel al ratei dobânzii de politică monetară suficient de mare pentru a ține seama de penuria reală de capital din economie și care este necesară totodată pentru combaterea inflației, ea riscă să provoace intrări masive de capital (în căutare de profituri rezultate din ecartul dintre dobânzile *reale*), susceptibile să determine creșterea masei monetare interne, amplificarea inflației și creșterea deficitului extern curent. Pe de altă parte, dacă banca centrală fixează rata dobânzii de politică monetară la un nivel suficient de scăzut pentru a evita intrările de capital, dobânzile din economie se vor stabili la un nivel mai mic decât *randamentul marginal al capitalului*, ceea ce va crea un dezechilibru între economii și investiții, provocând, de asemenea, inflație și creșterea deficitului contului curent.

În ambele cazuri, pe plan intern se

produce, așadar, inflație, iar pe plan extern are loc amplificarea deficitului balanței plăților curente.

În plus, într-un regim de cursuri flotante – așa cum există în prezent în România – intrările de capital determină aprecierea monedei naționale, ceea ce amplifică și mai mult deficitul extern curent. De fapt, este aproape sigur că va avea loc o supra-apreciere a monedei naționale, de genul celei ce s-a produs în România în perioada 2004 – jumătatea anului 2007, ceea ce îi va face pe participanții la piață să fie foarte înclinați să creadă că, mai devreme sau mai târziu, va avea loc o puternică depreciere.

### 4. Reacția pieței

Deși, după cum arată cazul României, intrările de capital pot fi importante (42,5 mld. EUR în perioada 2004-2007, de aproape patru ori mai mult decât în perioada 2000-2003), acestea sunt totuși mai mici decât cele care ar fi necesare pentru

eliminarea amintitelor operațiuni de *arbitraj al ratelor dobânzii*. Și, desigur, sunt mult mai mici decât cele care ar fi necesare pentru eliminarea rapidă a decalajelor de dezvoltare economică față de partea occidentală a continentului.

Factorii care explică volumul relativ redus al intrărilor de capital sunt riscul de țară, destul de mare, atribuit încă României de agențiile internaționale de *rating*, imperfecțiunile pieței, restricțiile și procedurile birocratice care încă se mențin, corupția ș.a.m.d.

Pentru a descrie procesul de reglare specific pieței, să presupunem că, așa cum se întâmplă în ultima perioadă, riscul de țară atribuit României de principalele agenții de *rating* (*Moody's Investors Service, Standard & Poor's Corporation, Fitch Investor's Service L.P.* etc.) este foarte sensibil la deficitul extern curent. Or, prin însăși mecanismele pieței, acest fapt mărește capacitatea economiei românești de a face față fenomenului de amplificare a intrărilor de capital. Într-adevăr, dacă, pe măsură ce are loc creșterea deficitului contului curent, coeficienții de risc respectivi se majorează, investitorii internaționali vor pretinde creșterea primelor de risc aferente plasamentelor efectuate în România, ceea ce va permite creșterea treptată a dobânzilor interne peste nivelul dobânzilor din străinătate. În modul acesta, se ajunge, în final, la situația în care, pe de o parte, creșterea deficitului extern este stopată – ideal, la un nivel la care investițiile sunt mari, dar nu atât de mari încât să declanșeze ajustări brutale și o puternică inflație –, iar pe de altă parte, primele de risc sunt suficient de ridicate pentru a permite băncii centrale să inducă un nivel al ratei dobânzii interne care să realizeze echilibrul între economii și investiții și, deci, să stopeze inflația.

Rezultă că, în principiu, folosind în mod optim oportunitățile de finanțare și mecanismele de reglare existente pe piața financiară internațională, economia românească este capabilă de acum să realizeze în mod natural convergența sa *reală*, adică alinierea treptată la nivelul *coeficientului de intensitate a capitalului* și la al *productivității muncii* din Europa occidentală. Condiția necesară și suficientă în acest sens este ca riscul de țară și, deci, primele de risc incluse în dobânzile aferente plasamentelor în România, să fie stabilite în mod corect.

În realitate, lucrurile nu sunt așa de simple, căci, după cum se știe, primele de risc se stabilesc, în practică, în funcție de un mare număr de variabile: unele evidente (evoluția economică, financiară și politică), dar altele care nu pot fi controlate de către țara respectivă (situația piețelor financiare internaționale, crizele din alte țări), ori care, prin natura lor, sunt complet imprevizibile (panica, instinctul gregar, contagiunea etc.).

## Concluzii

Principala concluzie ce se desprinde din cele arătate este că există mecanisme *reale*, inerente procesului de convergență, care fac ca economia românească să fie foarte sensibilă la condițiile de pe piețele financiare internaționale, ceea ce limitează marja de manevră a politicii monetare interne. Fiind vorba de mecanisme ce țin de economia *reală*, nu *nominală*, problema nu poate fi rezolvată prin simpla adoptare a unor reglementări, cum ar fi, de exemplu, cele referitoare la regimul de curs de schimb (gradul mai mare sau mai mic de flexibilitate), deși și aceste elemente normative pot avea efecte secunda-

re notabile. Spre deosebire de intervenția autorităților, libera funcționare a pieței constituie o modalitate naturală de depășire a dificultăților, cu condiția însă ca primele de risc să fie stabilite în mod corect. Căci, în cazul în care primele de risc sunt eronate sau instabile, economia este expusă la evenimente externe imprevizibile și potențial traumatizante: intrări de capitaluri, care compromit eforturile de combatere a inflației, ori, dimpotrivă, ieșiri de capitaluri, care pot provoca încetarea plăților și comprimarea dureroasă a cererii.

Implicațiile acestei concluzii sunt foarte complexe și profunde. Volumul fluxurilor internaționale de capital sunt enorme în raport cu talia economiei românești, iar ca urmare, chiar și unele mici schimbări ale modului în care economia națională se înserează în mediul internațional pot avea efecte implacabile asupra fluxurilor transfrontaliere de capital și, deci, asupra condițiilor financiare și monetare interne. De aici, importanța deosebită pe care o are identificarea vulnerabilităților externe ale economiei românești, respectiv a mijloacelor care se află la dispoziția autorităților pentru a preveni și atenua pericolele respective.

În primul rând, este necesar ca autoritățile să aplice politici economice sănătoase – inclusiv sub aspectul transparenței și difuzării datelor –, astfel încât să evite modificarea percepției piețelor financiare internaționale din cauza slabei calități sau a imprevizibilității politicilor interne. Nu este vorba aici numai de a duce o politică economică adecvată, ci și de a face ca piețele să fie bine informate în legătură cu orientarea acestei politici. Căci, o bună comunicare și un acces facil la informații fac ca investitorii strategici să evalueze corect riscurile și, probabil, să combată ei

înșiși în mod eficient prejudecățile.

În al doilea rând, liberalizarea mișcărilor de capital reduce marja de manevră a politicii monetare. Ca urmare, principalul mijloc pentru asigurarea stabilității devine politica fiscală. În acest condiții, pentru reducerea dezechilibrelor macroeconomice care grevează economia românească, este imperios necesară o consecventă politică de austeritate bugetară.

În al treilea rând, în condiții de liberalizare a mișcărilor de capital, o importanță deosebită are cadrul instituțional și normativ al sectorului financiar. După cum arată experiența Băncii Naționale a României, este necesar ca înainte de liberalizarea completă a mișcărilor de capital să fie creat un sistem adecvat de supraveghere prudențială. De asemenea, este necesară limitarea strictă, pe cale de reglementare, a pozițiilor valutare deschise ale băncilor. Căci, băncile suportă nu numai riscurile tradiționale, aferente activității de creditare, ci și o serie de riscuri potențiale: chiar dacă instituțiile bancare nu au aparent angajamente directe nete în valută, ele pot fi expuse la diverse riscuri prin intermediul debitorilor lor insolvari (întreprinderi sau persoane fizice). De aceea, autoritățile trebuie să încerce să ducă o politică de natură să determine întreprinderile și populația să conștientizeze riscul valutar.

În fine, regimul de curs de schimb poate influența puternic comportamentul pieței și marja de manevră a autorităților. După cum arată experiența României, un regim de cursuri flotante controlate (*managed floating*) este mai puțin vulnerabil decât un regim de cursuri fixe. Explicația rezidă în faptul că o anumită flexibilitate a cursului de schimb face ca această variabilă economică să constituie un important mijloc de reglare a economiei.

## Referințe bibliografice

- Bakker, A.F.P., 'The Liberalization of Capital Movements in Europe: the Monetary Committee and Financial Integration, 1958-1994', Kluwer Academic Publishers, London, 1996.
- Cerna, S., 'Teoria zonelor monetare optime', Editura Universității de Vest, Timișoara, 2006.
- Cerna, S., *Cauze și efecte ale evoluției recente a cursului leului*, 'Revista română de fiscalitate', 12, 2008a.
- Cerna, S. ș.a., 'Stabilitatea financiară', Editura Universității de Vest, Timișoara, 2008b.
- Cerna, S. și Donath, L., *Aderarea României la UEM și liberalizarea mișcărilor de capital*, 'Piața de capital', nr.1, Editura Universității de Vest, Timișoara, 2006.
- Keynes, J. M., *A Tract on Monetary Reform*, 'The Collected Writings of John Maynard Keynes', vol. IV, MacMillan, London and Basingstoke, 1971.
- Lipschitz, L.; Lane, T. și Mourmouras, A., *The Tošovský Dilemma. Capital Surges in Transition Countries*, 'Finance and Development', September, nr.39, 2002.
- Samuelson, P. și Norhaus, W., 'Economie politică', Teora, București, 2000.
-