



## **Tendințe și mutații pe piețele de capital**

---

**Carmen RADU**

Universitatea Nicolae Titulescu, București

### **Abstract**

The process of adhesion to the European structures imposes a certain direction to the capital markets and by this to the economic development. The forecasts performed by the European Institute in Romania in 2002 came true, meaning that the opening of the capital account in Romania represented a necessary phenomenon, which once put into practice needed to make us extremely vigilant with respect to any inflow of foreign capital by means of the stock exchange. Our country has an exceptional potential regarding the development possibilities in numerous activity fields.

**Keywords:** *investments on the capital market, institutional investors, shareholders protection, financial instruments.*

**JEL classification:** G10, G24, F02, F15.

### **1. Evoluția economică a pieței de capital în România comparativ cu alte țări emergente și în tranziție**

Piața de capital din România nu se află într-o corelație directă cu piețele aflate în imediata vecinătate, cu excepția evoluțiilor suferite ca urmare a influențelor contextului global (criza financiară din ultimii ani din secolul al XX-lea din Asia de Sud-Est, intrarea Rusiei în incapacitate de plată, tendințele imprimare de nivelul bursei din New York). Există o diferență

semnificativă între dimensiunea Bursei de Valori București și dimensiunile celorlalte piețe din Europa Centrală și de Est. Caracteristica generală a acestor piețe este sensibilitatea lor în fața fluctuațiilor capitalului străin și permanenta căutare a unor modalități de a limita efectele acestor fluctuații. Din păcate, multe din instrumentele de control al acestor fluctuații, nu sunt la dispoziția pieței: stabilitatea socială și politică, un mediu macroeconomic favorabil etc. La nivelul pieței există și factori endogeni: listarea unor companii lichide, de bună calitate și întâ-

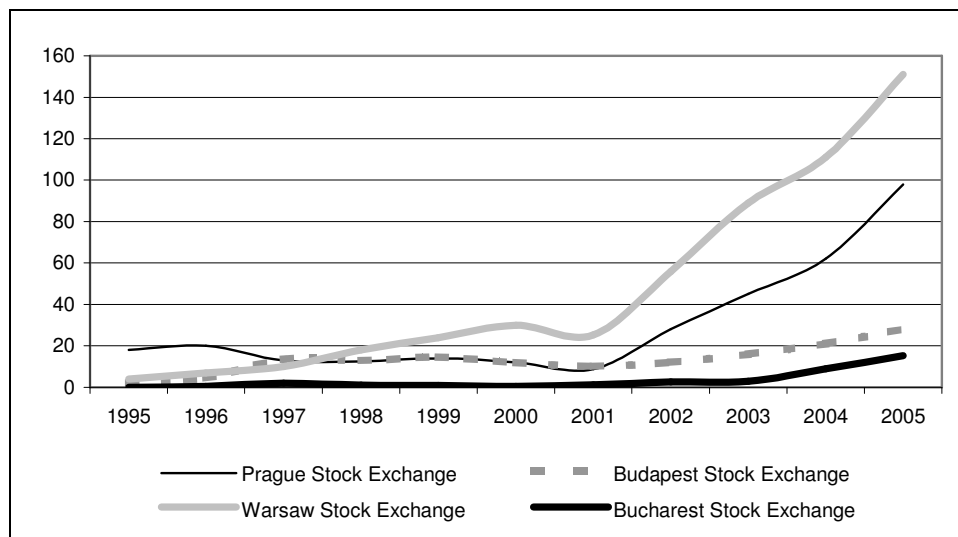
rirea guvernării corporative, care pot influența echilibrul acestei piețe.

În pofida unor diferențe semnificative între evoluția pieței de capital românească, comparativ cu evoluțiile celorlalte țări din centrul și estul Europei, o analiză mai atentă realizată asupra dinamicii burselor din Ungaria, Polonia și Cehia este în măsură să furnizeze informații interesante despre evoluția pieței de capital românești.

O primă particularitate a pieței de la București este dimensiunea sa redusă (Pogonaru și Popa, 2003) privită chiar și prin raportare la piețele bursiere din țările vecine. După cum se poate constata din următoarele două figuri (Figura 1 și Figura 2), există o diferență pronunțată în termenii de capitalizare a pieței și de medie a sumelor tranzacționate zilnic, unde bursa bucureșteană are o dimensiune redusă la scara regiunii. Capitalizarea pieței

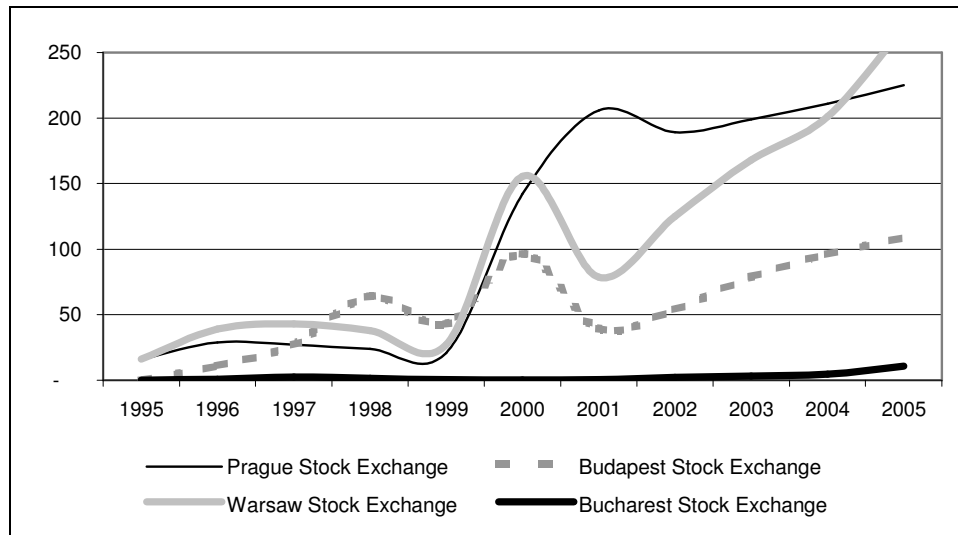
evidențiază că nu este lipsit de importanță să se remarce că la nivelul de tranzacționare al unui investitor instituțional și celorlalte trei piețe (Ungaria, Polonia și Cehia) le lipsește lichiditatea, execuția în piață a oricărui ordin al acestora, provocând modificări majore ale prețului respectivelor valori mobiliare.

Din analiza celor două figuri rezultă că factorul cel mai important care a dus la crearea acestei diferențe bursiere de piață a fost abilitatea cu care au fost atrași investitorii internaționali de portofoliu. Capitalul străin care a intrat în România între anii 1995 și 2000 reprezintă o foarte mică parte din cantitatea totală investită în Europa Centrală și de Est. Această situație este ușor de evidențiat în cazul investițiilor străine directe sau al împrumuturilor, în schimb, nu apare la fel de clar în cazul investițiilor de portofoliu din cauza lipsei unor date sigure. În majori-



Sursa: Eurostat, *Federation of European Stock Exchanges*, 2005.

**Figura 1:** Capitalizarea pieței bursiere (Praga, Budapesta, Varșovia și București) în intervalul de timp analizat (1995-2005) – (mld. euro)



Sursa: Eurostat, *Federation of European Stock Exchanges*, 2005.

**Figura 2:** Variația procentuală a sumelor tranzacționate (medie zilnică în mil. dolari) în intervalul de timp analizat (1995-2005)

tatea țărilor din regiune tranzacțiile piețelor secundare de valori mobiliare nu sunt înregistrate sistematic. Investitorii străini dețineau în Polonia și Cehia semnificative pachete de control în companiile listate pe ambele piețe. Prezența investitorilor străini a fost la originea creșterilor puternice și succesive ale piețelor de capital din Polonia, Cehia și Ungaria începând cu a doua jumătate a anului 1999 și începutul lui 2000, continuând cu anul 2003 și în prima parte a lui 2004.

Diferențierile dintre piețele bursiere rezultă și din istoria lor post-comunistă când a apărut noul sistem bursier astfel: bursa din Budapesta s-a deschis în iunie 1990, cea din Varșovia la mijlocul lui 1992, iar cea din Praga în aprilie 1993.

De pildă, creșterea impetuoasă a pieței de capital maghiare din vara lui 1993 a fost pusă de cei mai mulți analiști pe seama calității superioare a companiilor

listate în perioada imediat premergătoare la bursa din Budapesta, dar și pe seama faptului că majoritatea investitorilor străini aveau deja opțiunile orientate asupra regiunii ca urmare a câștigurilor realizate de bursa poloneză. Ambele trăsături pot fi identificate mai târziu și în cazul creșterii înregistrate de BVB în 1997: o dată cu apariția în ringul bursei a acțiunilor unor companii mult mai interesante dar și a interesului investitorilor de a se lansa în cumpărări de acțiuni pe piețele emergente. Aceste aspecte au fost câteva din ingredientele de bază ale BVB.

Referindu-ne la Republica Cehă, creșterea activității de investiții în valori mobiliare a apărut ca urmare a vinderii către investitorii instituționali a acțiunilor distribuite cetățenilor cehi în procesul de privatizare în masă în 1991 și 1992. Bursa de la Praga și-a început operațiunile în aprilie 1991 iar către toamnă deja

fondurile de investiții locale adunaseră de la acționarii individuali suficiente acțiuni încât să poată alcătui pachete demne de a fi oferite instituțiilor financiare străine interesate. Perspectivele economiei cehe păreau a fi favorabile și în consecință prețurile acțiunilor pe piață erau la cote mici.

Comparativ putem face o paralelă cu piața românească unde am constatat modul similar în care s-a desfășurat privatizarea în masă în România care a dat naștere unei activități frenetice de achiziții *en detail* și de construcție laborioasă a pachetelor de acțiuni. Programul de liberalizare anunțat de Guvernul României în februarie 1997, susținerea declarativă față de reforme și procesele accelerării privatizării promiteau o accentuată creștere economică. Ca urmare, indicatorii P/E (profit net unitar/curs acțiune, PER) ai companiilor românești calculați în funcție de profiturile previzionate sau față de cele istorice distorsionate de subvențiile primite de la stat arătau foarte bine.

#### *Ungaria*

După o creștere impresionantă realizată în 1993, piața maghiară de capital a scăzut odată cu creșterea dobânzilor în Statele Unite care făceau ca profiturile realizate de valorile mobiliare ungare să-și piardă din atractivitate. Cum și procesul de privatizare începuse să piardă viteză, bursa din Budapesta a atins un minim în ianuarie 1995 urmat de o creștere lină. Încrederea investitorilor a fost recâștigată în același an ca urmare a două cauze: pe de o parte performanțele realizate de economie și pe de altă parte hotărârea cu care aplică guvernul programul de privatizare. Dintre succesele executivului maghiar în implementarea unui program de stabilizare economică destul de dureros pentru

populație amintim scăderea inflației, reluarea creșterii economice, convertibilitatea forintului obținută în ianuarie 1996, acceptarea ca membru a OECD în primăvara lui 1996 și ca membru NATO în vara lui 1997. Toate acestea au condus la o creștere pronunțată a capitalizării pieței. Întărirea pieței s-a accentuat prin privatizarea unor companii cu o importantă capitalizare care au stârnit interes printre investitori: compania de produse chimice TVK, compania petrolieră MOL și operatorul telefonic MATAV.

#### *Polonia*

Piața poloneză după ce a atins un vârf în 1994 a cunoscut o scădere pronunțată a lichidității. Bursa din Varșovia era dominată de mici investitori individuali în vreme ce investitorii instituționali (atât localnici cât și străini) evitau o angajare pe această piață datorită tensiunilor politice dintre parlament și președinte. Situația a început să se schimbe în mai 1995 când guvernul a decis să treacă la aplicarea programului de privatizare în masă. Mediul macroeconomic favorabil, (creșterea PIB real cu 7% în 1995 și scăderea puternică a inflației) au dus la creșterea încrederii investitorilor în piața de capital poloneză. După o scădere moderată în 1998, în principal cauzată de situația de pe piețele emergente, atât indicele bursei poloneze cât și capitalizarea pieței au înregistrat creșteri în anii 1999 și 2000.

#### *Republica Cehă*

Bursa din Praga, cu cea mai mare capitalizare a pieței din regiune în 1995, a înregistrat în perioada următoare un declin ca urmare a scăderii interesului capitalului străin. Majoritatea investitorilor străini se abțineau, considerând mediul economic ceh ca fiind inefficient, fragmentat și

afectat de lipsa transparenței. Ca și pe piața românească, doar o parte din acțiuni sunt tranzacționate zilnic (aici 677 dintr-un total de 1700 listate) și, tot ca la B.V.B., există un grup de două-trei companii ale căror volume de vânzări constituie 73% din sumele tranzacționate zilnic. În același timp, multe acțiuni au rămas încă împrăștiate ca urmare a programului de privatizare în masă. Investitorii străini se întorc în 1996 pe piața de valori mobiliare ca urmare a schimbărilor legislative care impuneau mai multă transparență, îmbunătățeau protecția investitorilor minoritari și introduceau noi metode de tranzacționare. După un nou recul înregistrat în 1998, în principal, datorită evoluției turbulente a piețelor emergente, bursa din Praga și-a revenit în anul 2000. Indicele PX 50 a atins nivelul record pe ultimii cinci ani la 24 februarie 2000 iar suma tranzacțiilor zilnice a atins un nou record pe 9 martie 2000. Comparând situația bursei din Praga cu cea din București rezultă, pe lângă deosebirile din ce în ce mai accentuate dintre nivelul profitului și potențialul de creștere a companiilor listate pe aceste burse, și diferențele dintre evoluțiile celor două piețe. La bursa din Praga se urmărea mult mai atent tranzacțiile, fiind totodată cu promptitudine penalizată orice neregulă.

În concluzie, toate cele trei piețe din Ungaria, Polonia și Cehia au avut în momente diferite, perioade de recul cauzate de instabilitatea politică sau de slabele rezultate economice. În aceste țări s-a reușit prin măsuri adecvate să se recâștige încrederea investitorilor. Decalajul deja existent dintre bursa din București și celelalte trei burse europene a devenit tot mai mare cu trecerea timpului. Elementele principale care au stat la baza relansării creșterilor

bursiere pe acele piețe au fost:

- succesul guvernului din țările respective în implementarea unui cadru macroeconomic funcțional și stabil;
- accelerarea procesului de privatizare și listarea unor companii cu lichidități ale căror acțiuni prezentau un interes sporit pentru investitori;
- stabilitatea politică și hotărârea guvernelor respective față de schimbările structurale impuse de reforma economică;
- asigurarea transparenței tranzacțiilor și creșterea protecției investitorilor minoritari.

Analizii pieței de capital din Cehia arătau că această piață prezintă caracteristicile unei piețe eficiente în sens moderat, având o serie de variabile economice (oferta de bani, fluxul capitalului străin, volumul importurilor, al exporturilor, producția industrială), care determină modificări imediate în prețul acțiunilor, dar care nu se regăsesc în prețurile viitoare ale acestora. Celelalte piețe de capital (cea maghiară, poloneză și slovacă) nu au prezentat astfel de legături între prețurile valorilor mobiliare și factorii „reali” de pe piață. Analizii cehi consideră că aceste caracteristici ale pieței de capital din Praga sunt conferite de faptul că nu a atras capital străin în măsura în care au făcut-o piețele de capital maghiare sau poloneze. Descurajând creșterile speculative artificiale ale pieței, bursa pragheză reflectă performanțele economiei cehe. De asemenea, se consideră că piața de capital cehă răspunde rapid la schimbările economice (care tind să fie corelate cu cele ale economiei Germaniei, ca important partener extern) în timp ce modificările piețelor din Budapesta și Varșovia par a fi mai mult influențate de capitalul străin. Aceste caracteristici ale bursei din Praga, sunt

oarecum similare cu ipoteza susținută de analiștii români, care consideră că începând din 1996, performanțele pieței de capital românești au fost determinate mai mult de nivelul încrederii investitorilor în capacitatea și dorința guvernului de a susține reforma economică, decât de rezultatele economice ale perioadei.

Diferența majoră dintre bursa din București și cea din Praga a fost cauzată de faptul că majoritatea emitenților de la

BVB au fost listați prin programul de privatizare în masă, în timp ce la Praga prin oferte publice inițiale. Dacă la nivelul anului 2000, diferența dintre Bursa de Valori București și restul burselor din regiunea Europei de Sud-Est era vizibilă, atât la nivelul valorii tranzacțiilor cât și al capitalizării, dezvoltarea din ultimii ani a dus la diminuarea decalajelor existente. Locul Bursei de Valori București în regiunea est-europeana este prezentată în Tabelul 1.

**Tabelul 1:** BVB și Bursele din țările Noii Europei

Țara	PIB 2004 (mld. euro)	Capitalizare bursieră 2005 (mld. euro)	Capitalizare / PIB (%)	Valoarea tranzacțiilor 2005 (mil. euro)	Valoare tranzacții/ Capitalizare (%)
Polonia	195,2	79,4	40,7	24.110,7	30,4
Cehia	86,7	31,1	35,8	34.908,5	112,4
Ungaria	81,1	27,6	34,0	19.417,3	70,4
România	58,9	15,3	26,0	2.152,0	14,1
Lituania	18,1	6,9	38,2	588,0	8,5
Slovenia	25,9	6,7	25,8	940,6	14,1
Cipru	12,5	5,6	44,6	381,6	6,8
Bulgaria	19,5	4,3	22,1	979,0	22,8
Slovacia	33,1	3,7	11,1	55,3	1,5
Malta	4,3	3,5	80,7	118,2	3,4
Estonia	9,0	3,0	33,3	1.937,0	64,6
Letonia	11,0	2,1	19,1	72,2	3,4

**Sursa:** Eurostat, *Federation of European Stock Exchanges*, 2005.

### Privire de ansamblu a pieței de capital ca sursă de finanțare

Bursa de Valori din București a sărbătorit în anul 2005 zece ani de la reînființarea instituției. În această perioadă la bursă s-au încheiat 5,3 milioane de tranzacții cu 44,8 miliarde de acțiuni având o

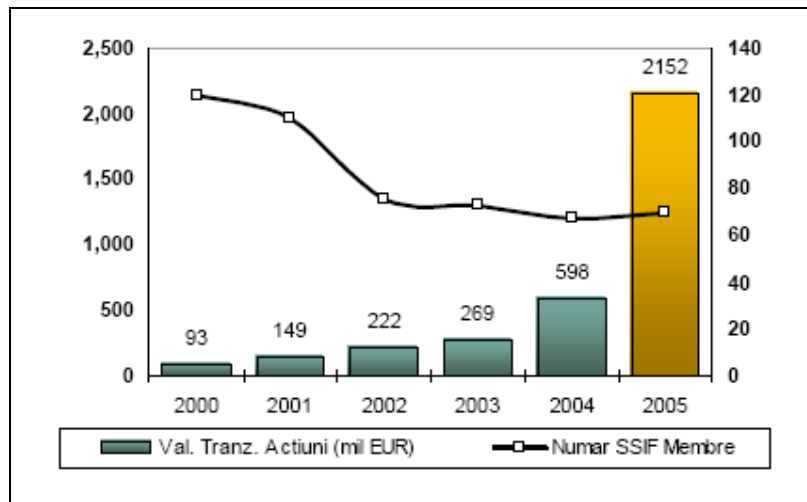
valoare totală de 4,7 miliarde USD. Ritmul de dezvoltare al bursei s-a accentuat semnificativ de la un an la altul. Astfel, valoarea tranzacțiilor cu acțiuni la bursă a crescut în 2005 cu 260%, față de o creștere de 123% în 2004 și 20% în 2003 (Figura 3).

Capitalizarea bursieră a urmat în ace-

eași perioadă o tendință similară, evoluând de la 2,99 miliarde euro în 2003 la 8,82 miliarde euro în 2004 și 15,31 miliarde euro în 2005 (Figura 4).

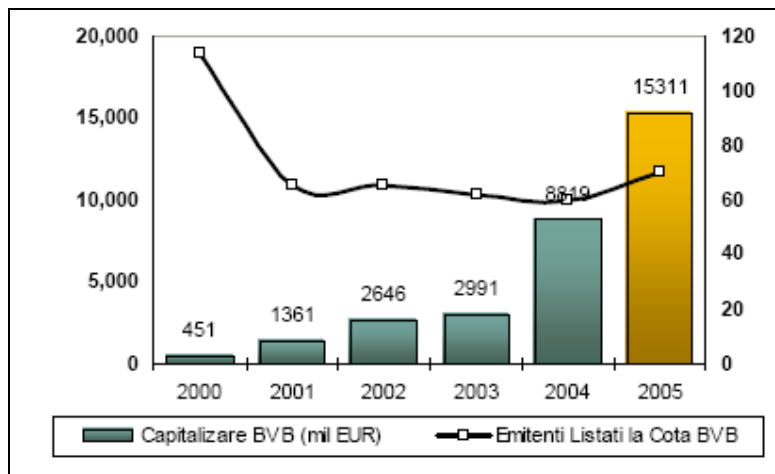
Desigur, cea mai importantă perfor-

manță pe care bursa din România a asigurat-o investitorilor a fost determinată de performanțele constant pozitive ale acțiunilor în ultima perioadă. Indicele BET a crescut în 2005 cu 51%, iar acțiunile lis-



Sursa: Intercapital Invest, 2006

Figura 3: Valoarea tranzacțiilor cu acțiuni la bursă 2000-2005



Sursa: Intercapital Invest, 2006.

Figura 4: Capitalizarea bursieră 2000-2005

tate la bursă au asigurat un randament total mediu de 65% în același an.

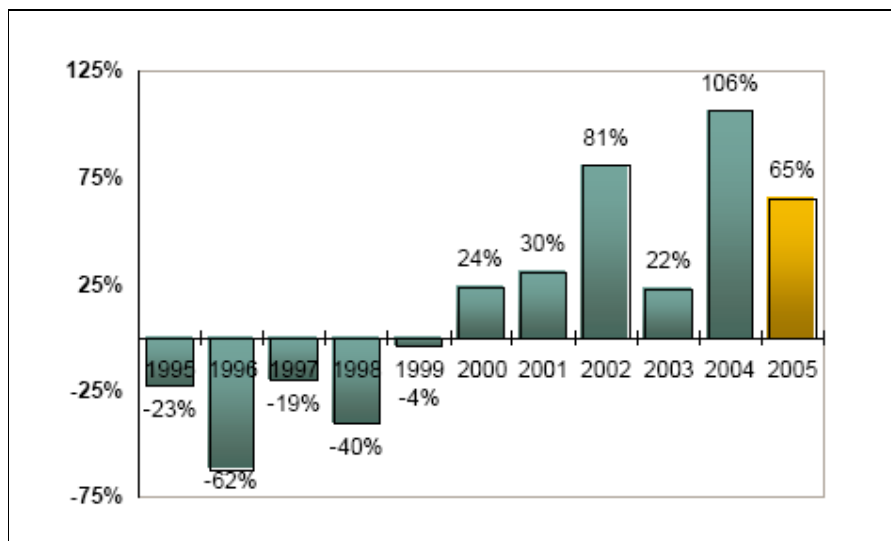
Acest randament total mediu include atât câștigurile obținute de investitori din creșterile de preț ale acțiunilor, cât și cele obținute din dividende și majorări de capital social (după cum arată calculele realizate de Intercapital Invest în anul 2006). Luând în calcul toate aceste surse de câștig, investitorii la bursă au toate motivele să fie interesați: prin prisma acestui indicator, când în anul 2006 se prefigurează a fi al șaselea an consecutiv de randamente real pozitive la BVB.

Evoluția anuală a randamentului total mediu înregistrat de investitorii la bursă este prezentată în Figura 5.

Câștigurile obținute de investitori sunt tot mai importante cu cât în ultimii ani s-au redus constant dobânzile bancare la depozite, mergând până la ratele real-negative pe care băncile le practică în prezent. Investitorii au avut posibilități de

câștig și din păstrarea economiilor în valută, în condițiile aprecierii monedei naționale. Investiția în acțiuni listate a devenit o alternativă foarte serioasă pentru economiile publicului investitor. În plus, randamentele ridicate aduse de acțiunile listate au furnizat și "materia primă" pentru performanțele bune ale fondurilor mutuale de acțiuni, care s-au și diversificat în ultimii ani, inclusiv unele produse de asigurări de viață.

Pe lângă aceste performanțe cantitative, bursa de valori a înregistrat și salturi calitative importante, fiind astăzi instituția fanion a pieței de capital din țara noastră. După zece ani de la reînființare, BVB prezintă astăzi proceduri și reglementari complete adaptate cerințelor unei piețe de capital moderne, printr-un sistem de tranzacționare eficient, flexibil și modern, oferind condiții încurajatoare dezvoltării investițiilor și pieței de capital din țara noastră.



Sursa: Intercapital Invest, 2006.

Figura 5: Evoluția anuală a randamentului total mediu 1995-2005



În plus, bursa românească oferă investitorilor o structură atrăgătoare de emitenți selectați după criterii stricte, iar în viitorul apropiat, ca urmare a finalizării fuziunii cu RASDAQ, reușește să centralizeze într-un sistem unic oferta de valori mobiliare pe piața de capital.

La prima vedere ar părea că momentele cele mai dificile din istoria bursei au fost depășite, iar instituția și sistemul pe care aceasta îl reprezintă au ajuns la un nivel suficient de dezvoltare care să nu mai pună probleme viitoarei conduceri a instituției, asigurând o dezvoltare durabilă; dar privite într-un context mai larg, performanțele bursei de valori din ultima perioadă nu mai au aceeași semnificație. Performanțele BVB, prin comparație cu cele mai reprezentative piețe din regiune, arată un decalaj foarte greu de recuperat. Față de capitalizarea BVB de 15,3 miliarde euro înregistrată la sfârșitul lui 2005, capitalizarea Bursei de Valori din Budapesta era de 27,6 miliarde euro, cea a bursei din Praga de 45,9 miliarde euro, iar cea a bursei din Varșovia de 110,1 miliarde euro. Decalajul de capitalizare între BVB și toate celelalte trei burse menționate s-a mărit în 2005 față de 2004.

Situația capitalizării bursiere este similară și în ceea ce privește valoarea tranzacțiilor. În anul 2005 la BVB s-au executat tranzacții cu acțiuni în valoare totală de 2,2 miliarde euro, față de 19,4 miliarde euro la Bursa din Budapesta, 35,0 miliarde euro la cea din Praga și 49,5 miliarde euro la cea din Varșovia. Din nou, observăm că decalajul între valoarea tranzacțiilor înregistrată la BVB și cea de la fiecare din cele trei burse analizate s-a mărit semnificativ în 2005 față de 2004 (așa cum arată datele furnizate de Intercapital Invest în anul 2006).

## **2. Piața de capital românească în contextul integrării europene**

Părerile specialiștilor români referitor la liberalizarea circulației capitalului în contextul integrării europene diferă foarte mult în funcție de o serie de aspecte primordiale și în același timp probleme majore cu care se confruntă economia românească. Aceste probleme țin de:

- controlul inflației și stabilizarea cursului de schimb valutar;
- încadrarea în limite acceptabile a deficitului bugetar;
- menținerea în limite rezonabile a gradului de îndatorare externă;
- dezvoltarea puternică a politicii financiare și, concomitent cu aceasta, implementarea unor politici prudențiale în favoarea investitorilor reali;
- întărirea concurenței și introducerea sistemelor informaționale și statistico-matematice în managementul instituțiilor financiare.

O dată demarat procesul de integrare europeană, se va reduce controlul asupra politicii monetare și valutare concomitent cu creșterea importanței politicii fiscale. În acest context, pentru țara noastră creșterea importanței politicii fiscale și constrângerile bugetare impuse de către procesul de aderare vor rămâne în continuare obiective prioritare în atenția guvernanților. Dacă procesul de liberalizare a capitalului ar avea o ascensiune rapidă, se preconizează (Institutul European din România) ca România să înregistreze din nou o creștere a deficitului bugetar și comercial, deoarece există încă o serie de probleme majore cu care ne confruntăm pe plan economic, financiar și instituțional. Așa cum apreciam de multe ori pe parcursul prezentei lucrări țara noastră a

făcut eforturi uriașe pentru ocuparea unui loc în cadrul Uniunii Europene, dar cu toate acestea procesul de integrare rămâne o confruntare reală și deschisă în fața economiei românești. Problemele care treneză de mulți ani și afectează buna funcționare a angrenajului economic țin de: nivelul inflației; volatilitatea ridicată a fluxurilor de capital, în special a celor pe termen scurt; insuficienta restructurare a sectorului real; slaba guvernare corporatistă; lipsa instrumentelor financiare pe piața de capital și riscurile asumate de investitori care au determinat absența regretabilă a investitorilor instituționali.

Ținând cont de aceste aspecte, Institutul European din România recomandă următoarele:

- introducerea rezervelor obligatorii neremunerate (URR), în proporție de 20%, atât pentru investițiile sau creditele în valută cât și pentru cumpărarea de acțiuni și obligațiuni externe. Deoarece prin introducerea acestor rezerve se poate face distincție între fluxurile autonome (speculative) și cele compensatorii. BNR ar trebui să practice un sistem de rezerve obligatorii diferențiate la depozitele în valută ale băncilor;
- stabilirea unor limite (plafoane) pentru sectorul corporatist și pentru autoritățile locale în contractarea de credite pe termen scurt de la bănci și instituții financiare din străinătate;
- interdicții bancare în folosirea instrumentelor datoriei pe termen scurt (titluri de stat, creanțe asupra firmelor, creanțe asupra autorităților locale) drept colaterale pentru împrumuturi în valută din străinătate;
- menținerea cerinței de autorizare, din partea BNR, pentru toate tipurile de

garanții, credite și împrumuturi financiare pe termen scurt pentru sectorul corporatist;

- sprijinirea creării unei agenții independente de *rating* pentru datoria firmelor și a municipalităților;
- cumpărăturile de acțiuni, obligațiuni și alte titluri în străinătate, tranzacționate sau nu pe piețe externe de capital, să aibă nevoie de autorizarea organismului de supraveghere competent; să se reimpună cerința de autorizare, din partea organismului de supraveghere competent, pentru transferurile externe legate de contracte de asigurări în sectorul corporatist.

De asemenea, referitor la *mix*-ul de politici, aceiași experți recomandă:

- ameliorarea calității creșterii economice, stabilizarea performanțelor macroeconomice și îmbunătățirea credibilității politicii economice;
- aprecierea reală a cursului de schimb să fie susținută de câștigurile de productivitate;
- avansarea reformelor structurale, pentru a sprijini dezvoltarea sistemului financiar;
- monitorizarea atentă a progresului în direcția întăririi aplicării regulamentelor bancare și financiare;
- dezvoltarea și sprijinirea politicii de concurență.

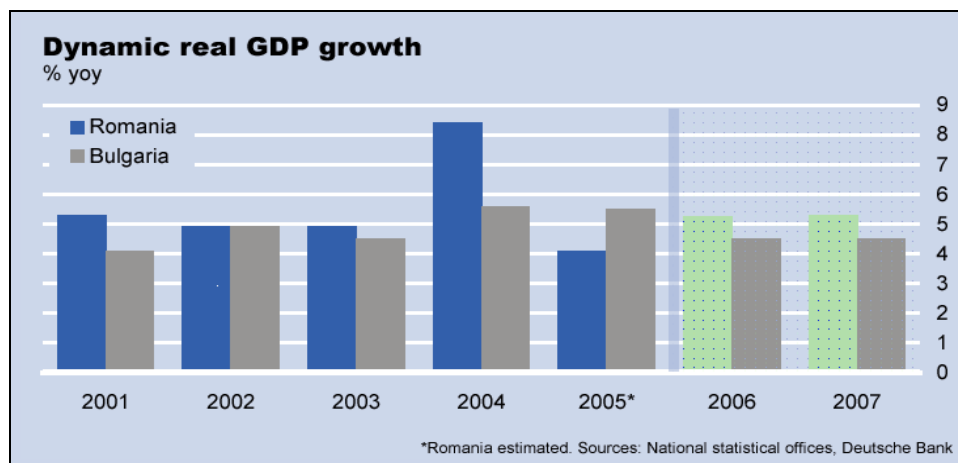
Aceste recomandări ale specialiștilor români în direcția dezvoltării economice și a integrării europene au fost făcute în anul 2002 dar sunt încă valabile, deoarece au în centrul atenției sistemul financiar bancar, sistem deosebit de sensibil la fluctuațiile economice. Un alt aspect deosebit de remarcant este și opinia specialiștilor noștri referitoare la faptul că piața nu reprezintă doar un loc de vânzare – cumpărare ci și o rețea foarte complexă de

relații umane, unde normele și obișnuințele sociale joacă un rol decisiv în funcționarea pieței bursiere ca instituție.

Oarecum în contradicție cu aceste afirmații ale specialiștilor din România, se situează opinia forurilor competente din cadrul UE (Pelkmans, 2003) care consideră problematica liberalizării pieței de capital ca fiind un proces absolut necesar pentru toate țările membre. În primul rând, dincolo de riscurile de curs valutar și factorii ciclici, piața internă de capital, evoluează în același ritm cu piața mondială, având prea puține caracteristici distincte. În al doilea rând, capitalul financiar este fungibil și, de aceea are loc o substituție continuă și foarte rapidă între fluxurile monetare, creditele bancare și titlurile financiare foarte lichide. În al treilea rând încă din perioada anilor 1970-1980, s-au dezvoltat deosebit de puternic piețele pentru euro-valute și euro-obligațiuni, care au diminuat orice încercări de a impune controale eficiente ale mișcări-

lor de capital și schimbului valutar. În consecință euro-piețele sunt efectiv piețe mondiale, iar valutele utilizate în tranzacții includ monede ca euro, dolarul și yenul japonez. Este un proces ireversibil care se produce indiferent de voința noastră și nu putem să ne opunem deschiderii sistemului financiar-bancar, care poate evoluează mult prea rapid față de anumite probleme de ordin economic cu care ne confruntăm. De altfel, România este bine cotate de forurile europene (UE Monitor, 2006), fiind percepută ca o țară în care se produc importante schimbările productive, având un ritm al creșterii economice de 5,5 % medie anuală, înregistrată în perioada 2001-2005.

Câteva elemente au fost cruciale în evoluția României și Bulgariei, ca de exemplu: apropierea momentului aderării, privatizarea și reformele structurale, dezvoltarea unor piețe funcționale precum și stabilizarea macroeconomică. Fluxurile de capital și investițiile justifică creșterea



Sursa: EU Monitor 32, Reports on European Integration – Romania & Bulgaria Clearing Hurdles for EU Accession, May 11, 2006

Figura 6: Evoluția reală a PIB în perioada 2001-2007 în România și Bulgaria

cheltuielilor, în timp ce creșterea economică rapidă atrage creșterea anticipată a veniturilor.

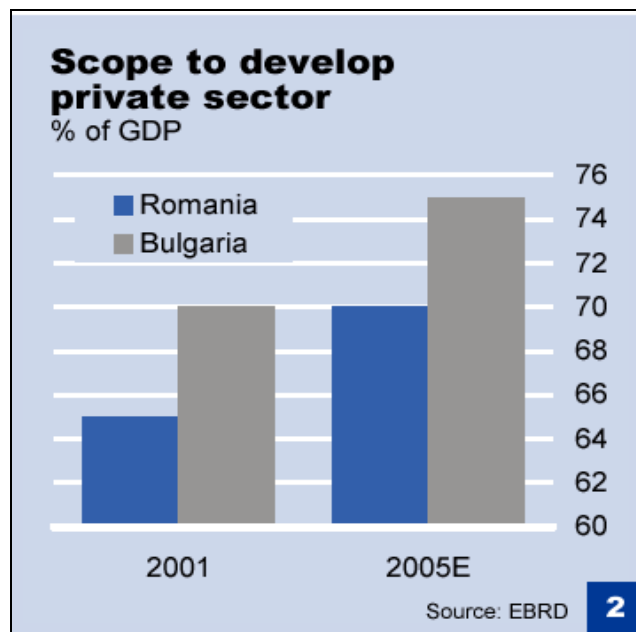
Se poate observa din Figura 7 proporția mare a sectorului privat în PIB, în România, față de Bulgaria, țară care a aderat la Uniunea Europeană odată cu noi în anul 2007.

Reducerea decalajelor între venituri reprezintă, cel mai important obiectiv al autorităților dar și un element pentru creșterea participării populației la procesele de reformă, adeseori dure. Totuși, creșterea speranțelor cu privire la salturi rapide ale veniturilor pe cap de locuitor poate fi dăunătoare în sine, prin faptul că încurajează populația să cheltuiască peste posibilități, conducând astfel la creșterea în continuare a gradului de îndatorare a

consumatorilor și la expansiunea nesustenabilă a consumului.

Justificarea creșterilor foarte mari ale salariilor în sectorul public în 2004-2005 prin prisma procesului de reformă, trebuie privită cu prudență. Așteptările ne-realiste cu privire la creșterea rapidă a veniturilor ca urmare a aderării va alimenta presiunea din partea cererii.

Forurile europene consideră că cererea internă constituie pilonul principal de susținere în cadrul dezvoltării economice, alături de preocupările constante făcute de țara noastră în direcția investițiilor în capacitățile productive ale întreprinderilor. De altfel în privința cererii interne, creșteri semnificative s-au înregistrat atât la nivel de întreprinderi economice, cât și la nivelul menajelor. În ceea ce privește



**Sursa:** EU Monitor 32, *Reports on European Integration – Romania & Bulgaria Clearing Hurdles for EU Accession*, May 11, 2006

**Figura 7:** Proporția dezvoltării sectorului privat (% din PIB)

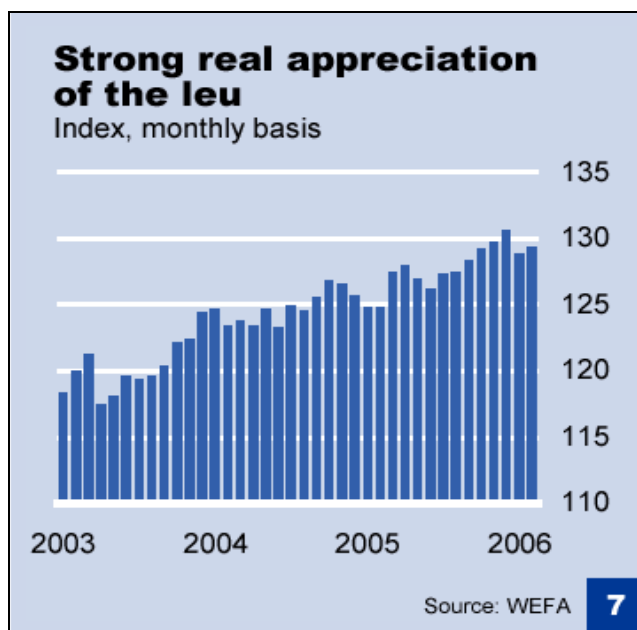
investițiile în capacități de producție, acestea sunt considerate a fi normale în cazul privatizării întreprinderilor beneficiare.

O mare expansiune a consumului este de așteptat să fie mai accentuată în condițiile în care nu există constrângeri în sfera creditării, liberalizarea contului de capital sporește gradul de lichiditate și moneda națională este în plin proces de apreciere. În general, deficitele de cont curent ca rezultat al creșterii consumului sunt mai puțin sustenabile decât cele rezultate din creșterea investițiilor, deoarece se presupune că investițiile conduc la noi exporturi. Criticii abordării mai prudente consideră că deciziile consumatorilor bazate pe venitul permanent sunt optime, datorită perspectivelor creșterii veniturilor viitoare și că declinul econo-

misirii private este temporar, urmând ca economiile să crească odată cu îmbunătățirea veniturilor.

În același timp, Fondul Monetar Internațional avertizează asupra necesității impunerii unei politici fiscale mai restrictive, majorarea ratelor dobânzii și creșterea garanțiilor impuse la creditare, acest fapt fiind într-o oarecare contradicție cu încurajarea consumului, atât de apreciat de specialiștii europeni.

Dar toate țările noi membre au afișat deficite de cont curent considerabile, ceea ce a condus la ideea că adâncirea deficitelor este o situație firească a procesului de tranziție. Se consideră că pentru a atinge convergența printr-o rată înaltă a investițiilor, în condițiile în care econo-



**Sursa:** EU Monitor 32, *Reports on European Integration – Romania & Bulgaria Clearing Hurdles for EU Accession*, May 11, 2006

**Figura 8:** Aprecierea leului în perioada 2003-2006

miile interne private sunt scăzute, iar sistemele financiare slabe (Schadler ș.a., 2006) este necesară atragerea economiilor din străinătate. Finanțarea deficitelor de cont curent s-a făcut în mare parte prin investiții străine directe, investițiile de portofoliu fiind limitate de piețele de capital ilichide și ineficiente. Această abordare cu privire la creșterea deficitelor de cont curent se bazează pe o viziune economică implicită care sugerează, că finanțarea unor asemenea deficite este sustenabilă pe termen lung, dată fiind creșterea economică anticipată puternică. O asemenea viziune se bazează în principal pe ipoteza că existența unei politici financiare disciplinate nu va permite, în timp, ratei interne de economisire să se

abată de la rata investițiilor. Mai mult, ipoteza conform căreia ISD vor continua să finanțeze deficitul într-o manieră care nu creează datorii devine chestionabilă, în timp. Procesul de privatizare mult încetinit va stimula emergența unor surse mai volatile de finanțare, cum ar fi investițiile de portofoliu.

În concluzie, procesul de liberalizare a pieței de capital s-a desfășurat în mai multe etape și a fost finalizat în vara anului 2006. De acum nu ne rămâne decât să rezolvăm numeroasele probleme legate de atragere și valorificarea eficientă a fluxurilor financiare. Aceste deficiențe țin de sistemul administrativ, de legislație dar și de păstrare și valorificarea potențialului material și uman de care dispunem din plin.



**Sursa:** EU Monitor 32, *Reports on European Integration – Romania & Bulgaria Clearing Hurdles for EU Accession*, May 11, 2006

**Figura 9:** Politica fiscală (în România) nu corespunde încă recomandărilor FMI

### 3. Concluzii

Bursa de Valori București nu se poate dezvolta în viitor decât pe coordonatele funcționale europene, raportându-se automat la nivelul și dinamica țărilor din spațiul Uniunii Europene. B.V.B., deși se confruntă încă cu unele deficiențe și disfuncționalități comparativ cu alte burse din țările în curs de dezvoltare, bursa românească trebuie să depășească acest moment urmând să se înscrie în rândul burselor europene și mondiale. Astăzi termenul de globalizare își găsește exprimarea cea mai elocventă prin circuitul internațional al capitalurilor, ceea ce înseamnă că bursa noastră de valori va participa la acest circuit, indiferent dacă economic vom fi sau nu capabili să susținem acest deziderat. Problemele trebuie rezolvate în sfera pieței noastre de capital, în condițiile integrării europene care au în vedere: controlul inflației și stabilizarea cursului de schimb valutar; încadrarea în limite normale a deficitului bugetar și a

gradului de îndatorare; dezvoltarea puternică a politicii fiscale și implementarea unor politici favorabile investitorilor reali.

Fără a ne compara cu alte țări în curs de dezvoltare, putem observa eforturile susținute pe care acestea le întreprind pe calea reformelor economico-financiare cerute de exigențele Uniunii Europene. Toate țările foste socialiste au înființat bursele de valori fără a dezvolta în prealabil și piața primară a valorilor mobiliare, cunoscându-se posibilitățile ei de finanțare reale asupra economiei.

Măsurile care s-au luat în ultimii ani în România pentru crearea unui climat economic stabil au avut drept efect reducerea inflației și întărirea concurenței între agenții economici. Stabilitatea macroeconomică și apariția întreprinderilor performante încep să reprezinte premise reale ale însănătoșirii situației economico-financiare în România. În acest context bursa de valori, ancorată puternic în viața reală, își va îndeplini funcția sa esențială de finanțator al economiei reale.

### Bibliografie

Dardac, Nicolae și Basno, Cezar, 'Bursele de valori', Ed. Economică, București, 1997.  
Demirgüç-Kunt, Asli și Maksimovic, Vojislav, *Law, Finance, and Firm Growth*, 'Journal of Finance', December, 1998.  
EU Monitor 32, *Reports on European Integration – Romania and Bulgaria Clearing Hurdles for EU Accession*, May 11, 2006.  
Institutul European din România, *Deschiderea contului de capital în România, o abordare optimă*, București, 2003.  
Levine, Ross, *Law, Finance, and Economic Growth*, 'Journal of Financial Intermediation', January, 1999.  
Pelkmans, Jacques, *Integrare europeană –*

*metode și analiză economică*, Institutul European din România, București, 2003, ediția II-a.

Pogonaru, Florin și Popa, Ioan, *Piața de capital în România*, 'Modificări structurale și performanța economică în România', Centrul Român de Politici Economice, și I.R.L.I., București, 2003, vol.1.

Schadler, Susan; Mody, Ashoka Abdul și Leigh, Daniel, 'Growth in Central and Eastern European Countries of the European Union', International Monetary Fund, Washington, 2006.

\*\*\* [www.kmarket.ro](http://www.kmarket.ro), Pagina pieței române de capital, secțiunea documentare.