

IMPACTUL FINANCIARIZĂRII ASUPRA PROCESULUI DE CONVERGENȚĂ ECONOMICĂ ÎN UNIUNEA EUROPEANĂ¹

Dr. Cristina Maria Triandafil²

The objective of the present study consists of the analyzing the relationship between financialization process and economic convergence in the European Union, with a special emphasis on the euro zone and the CEE countries.

The financial system is analyzed both from the perspective of the dynamic recorded during the last ten years and from the peculiarities implied by its components. The approach is a complex one, both at the level of the global financial system as well as at the level of its dimensions – banking system, stock and bond market, monetary market. The focus is placed on the real convergence process, reflected into the GDP dynamic, and on the manner GDP reacts to the impulses of the financial system' components.

Cuvinte cheie: *convergență, financiarizare, economie nominală, economie reală, sistem financiar*

JEL classification: E20, E60, E61, E52

Introducere

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

¹Acest studiu este o parte componentă a proiectului de cercetare post-doctorală *Sustenabilitatea procesului de convergență nominală și reală în cadrul UE în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială* din cadrul proiectului POSDRU: "Cercetarea științifică economică, suport al bunăstării și dezvoltării umane în context european" dezvoltat în cadrul Institutului Național de Cercetări Economice "Costin C. Kirițescu".
Calde mulțumiri Acad. Aurel IANCU – expert îndrumător.

² Banca Națională a României și Institutul Național de Cercetări Economice al Academiei Române

Gândirea economică a anilor ’70-2000 a asimilat expansiunea sistemului financiar sub forma unui promotor al progresului, al creșterii economice. Treptat, fluxurile financiare au devenit suportul fundamental al sistemului economic, cele două tipuri de economii încadrându-se într-o relație de dependență mutuală, cu implicații la nivel global.

Totuși, recenta criză a cărei origine financiară este incontestabilă, a plasat într-o lumină nefavorabilă procesul de financiarizare, în special din perspectiva decuplării totale de economia reală. Inovațiile financiare au permis acumularea unui grad de îndatorare supradimensionat care a dat naștere la bule speculative. Pe fondul unei lichidități excesive, generată de politici de creditare laxe, prețurile din anumite sectoare economice au cunoscut perioade de inflamare, conducând în timp la prăbușiri ale pieței IT în anii 2000 sau ale pieței imobiliare în anii 2007-2008.

Consecințele la nivel macroeconomic au fost nefavorabile, determinând un fenomen de contagiune în lanț.

La nivelul Uniunii Europene, financiarizarea a creat oportunitatea îndatorării excesive prin emisiunea de titluri financiare, conducând în timp la acumularea unor deficite importante. De altfel, spirala crizei, manifestată inițial la nivelul sistemului bancar și repercutată ulterior la nivelul finanțelor publice, a avut la bază un sistem financiar supradimensionat în raport cu economia reală.

În cazul statelor din Europa Centrală și de Est, financiarizarea a permis relaxarea politicilor de creditare și susținerea consumului, în detrimentul investițiilor, generând o creștere economică artificială.

Obiectivul prezentului studiu constă în analiza relației dintre procesul de financiarizare și convergența economică în cadrul Uniunii Europene, cu accent pe zona euro și țările din Europa Centrală și de Est.

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

Creionarea unui referențial al literaturii de specialitate privind relația dintre procesul de convergență și fenomenul de financiarizare a economiei reprezintă un demers provocator în virtutea temei de cercetare inovative; numeroase cercetări au fost axate pe impactul globalizării financiare asupra

stabilității macroeconomice (Tytel and Wei, 2008, Kelin and Olivei, 2008, Kose et. al, 2008), precum și asupra efectului exercitat de sistemul financiar în declanșarea crizelor (Krugman, 1998, 1999, 2010, Kregel, 2007, Iancu, 2010).

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

Cercetări anterioare au evidențiat procesul de creștere economică sub forma unei acumulări graduale care interferează în anumite situații cu dinamica sistemului financiar.

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

În cazul acumulării productive, accentul cade pe investiții masive în sectoarele productive ale economiei, generând astfel creștere.

În situația acumulării financiare, putem distinge două sub-tipologii: acumularea capitalului fictiv (Marx, 1979) și, respectiv, acumularea capitalului purtător de dobândă (Becker, 2010).

Acumularea capitalului fictiv se produce în contextul orientării cu precădere către active financiare, cu un grad ridicat de lichiditate, mai ales în situațiile în care productivitatea stagnează și un anumit tip de structură de producție este perimată, ceea ce determină deplasarea interesului investitorilor de la investiții în capitalul fix, corporal către investiții necorporale.

În cazul acumulării financiare prin capitalul purtător de dobândă, focusul este plasat asupra diferențialului între dobânda activă și dobânda pasivă, ceea ce conduce la creștere pe fondul dominanței procesului de creditare.

Pe parcursul ultimului deceniu, țările din Uniunea Europeană au aplicat două modele de creștere economică: neomercantilismul în cazul Germaniei, Austriei și Olandei și acumularea financiară în cazul Greciei, Irlandei și Spaniei.

Neomercantilismul s-a bazat pe promovarea agresivă a exporturilor în detrimentul importurilor și pe consolidarea rezervelor valutare, în timp ce acumularea financiară a avut în prim plan crearea unui cadru propice pentru dezvoltarea sistemului financiar. Deși într-o primă fază, au determinat un proces susținut de creștere economică, cele două modele au reflectat în timp și unele aspecte nefavorabile.

Neomercantilismul practicat de unele state a determinat importuri importante în rândul țărilor recent integrate, care s-au aflat în poziția unor piețe de desfacere; în timp, importurile masive au generat acumularea unor deficite de cont curent care, în perioada de expansiune a ciclului economic au putut fi acoperite de fluxurile de capital străine (Apeldoorn et. al, 2009).

Pe de altă parte, dezvoltarea semnificativă a sectorului financiar s-a produs în mod disproporționat cu fluxurile economiei reale, determinând apariția dezechilibrelor ulterioare.

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

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

Prezentul studiu continuă demersuri recente inițiate de Holly and Raissi (2009), Paineira (2009), Becker and Jager (2010). Spre deosebire de studii anterioare, cercetarea prezentă aduce în prim-plan financiarizarea economiei din perspectiva corelației cu procesul de convergență în cadrul Uniunii Europene; perspectiva analitică este cantonată strict la procesul de convergență, axându-se în special pe contribuția sistemului financiar în ansamblul său la accelerarea acestui proces în țările din Europa Centrală și de Est. Pentru a conferi relevanță demersului de cercetare, analiza este desfășurată comparativ cu zona euro, fiind urmărite diferențele existente în raport cu țările aspirante la moneda unică.

Analiza la nivelul sistemului financiar este dezvoltată atât la nivel global, concentrându-se pe sistemul financiar în ansamblul său, cât și la nivel individual, în funcție de componentele sistemului financiar din cadrul zonei euro și din cadrul Europei Centrale și de Est: sistemul bancar, piața titlurilor de capital, piața titlurilor obligatate și piața monetară.

În secțiunea 2 este evidențiată la nivel ideatic relația dintre cele două tipuri de procese, prezentându-se diferențiat interferențele dintre financiarizare și convergența nominală și reală.

În secțiunea 3, este dezvoltată o perspectivă empirică, concentrată pe impactul sistemului financiar în ansamblul său asupra economiei reale și, implicit, asupra convergenței reale. Diferența dintre economia reală și economia nominală este relevată prin prisma procesului de convergență reală, considerat de specialiști ca fiind mult mai relevant în raport cu convergența nominală. Este urmărită cu precădere reacția celor două tipuri de economii – financiară și reală- sub impulsurile lor reciproce.

Ultima parte a studiului conține concluziile.

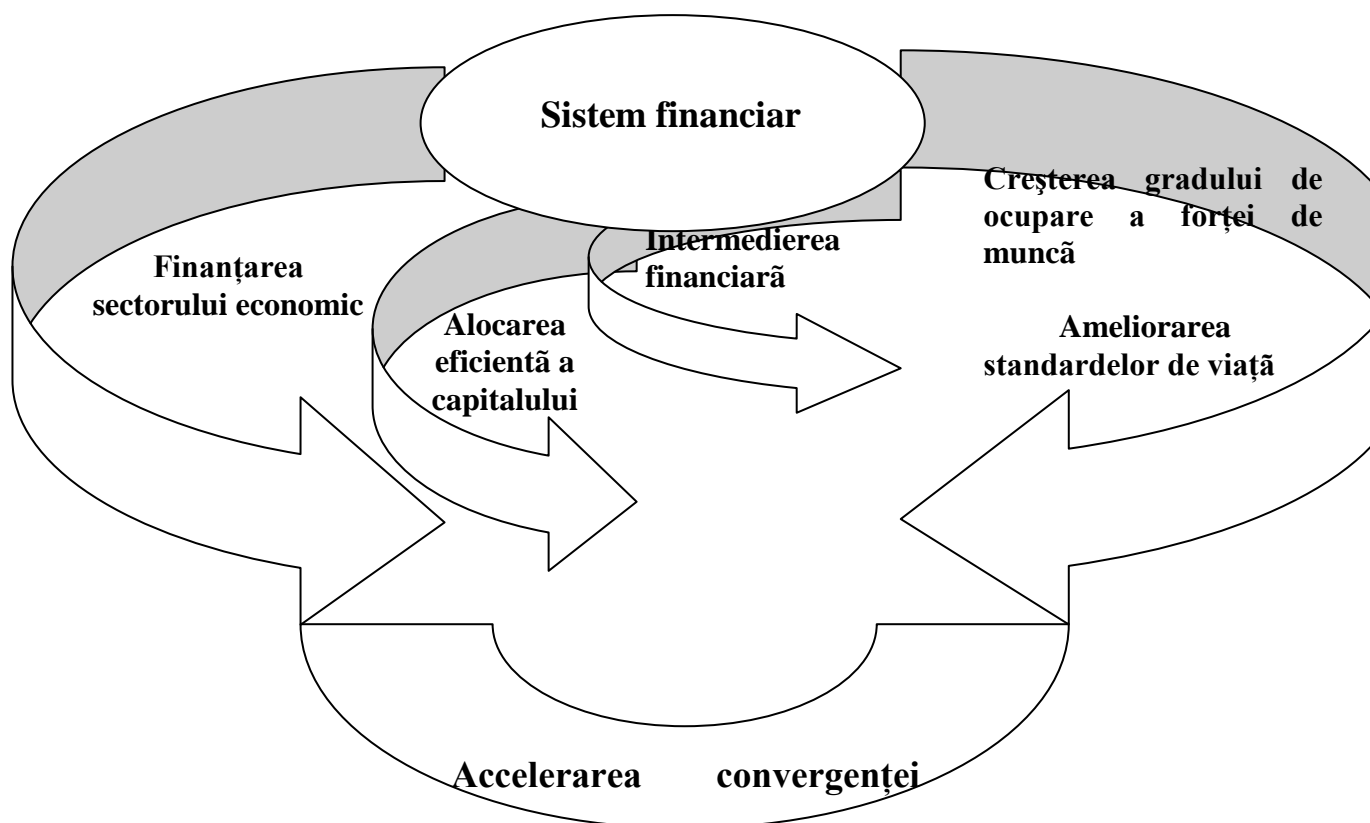
2. Relația dintre financiarizare și convergență. Reflecții, analize, interpretări

Așa cum am relevat în secțiunea anterioară, procesul de financiarizare a economiei a căpătat o amploare deosebită în ultimele decenii la nivel mondial. Fluxurile financiare s-au accentuat masiv, conducând în timp la structurarea unei noi economii.

În cadrul Uniunii Europene, procesul de financiarizare capătă noi valențe, fiind corelat cu procesul de convergență. În esență, financiarizarea economiei a avut un rol deosebit asupra configurației Uniunii Europene, contribuind la reducerea disparităților între țările dezvoltate și țările emergente.

Astfel, sistemul financiar în ansamblul său poate fi asimilat unui facilitator al procesului de convergență economică, având rolul de a genera și de a propulsa creșterea economică prin multidimensionalitatea sa în economie. În fig. 1, putem remarca faptul că sistemul financiar îndeplinește o serie de funcții vitale în economie, pe care o susține prin intermediul fluxurilor financiare.

Figura 1 – Contribuția sistemului financiar la procesul de convergență



Având la bază finanțarea sectorului economic prin furnizarea resurselor financiare necesare, sistemul financiar deține un rol important și în alocarea eficientă a capitalului, axată, la rândul său, pe îndeplinirea funcției de intermediere financiară.

În timp, mixul de roluri are un impact favorabil asupra dezvoltării economiei în ansamblu, luând în considerare efectele indirecte pe care le determină sub forma creșterii gradului de ocupare a forței de muncă și, ulterior, ameliorarea standardelor de viață.

Toate aceste aspecte favorabile se repercutează asupra economiei reale și, implicit, asupra procesului de convergență, sistemul financiar devenind astfel un vector de accelerare a convergenței.

Pe de altă parte, amploarea deosebită a sectorului financiar nu este eminentemente pozitivă, implicând și anumite aspecte nefavorabile.

Creșterea dispartă a fluxurilor nominale în raport cu cele reale determină o tendință de fragilizare a sistemului financiar, luând în considerare faptul că dimensiunea financiară se dezvoltă într-o totală decorelare cu cea reală; în cazul apariției unor perioade de turbulență, economia financiară este puternic afectată, nefiind susținută proporțional de fundamente reale, ceea ce conduce la creșterea volatilității și amplificarea riscului sistemic. În cazul acestor perioade de dezechilibru macro-financiar, efectele nefavorabile se propagă cu o rapiditate uimitoare în planul economiei reale, conducând la recesiune.

Sunt binecunoscute efectele recente crize de origine financiară în cadrul economiei reale; de altfel, numeroase cercetări au evidențiat cauza de natură financiară în majoritatea crizelor, ceea ce a determinat apariția unor dezechilibre masive la nivel macroeconomic.

(Chang and Velasco, 2001, Goodhart and Persaud, 2008, Krugman, 2009).

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

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

Non-viabilitatea creșterii economice din aceste țări a fost demonstrată în perioada crizei financiare, când, pe fondul turbulențelor financiare, fenomenul de „*hard landing*” a fost predominant.

În acest context, deși într-o primă etapă amploarea deosebită a creditului a generat intensificarea procesului de reducere a decalajelor în raport cu țările dezvoltate (*catching-up*) și, implicit, a convergenței în cadrul acestor țări, ulterior, consecințele au fost negative, plasând Europa Centrală și de Est într-o lumină nefavorabilă în percepția investitorilor; pe fondul aversiunii la risc, fluxurile de capital străine au fost retrase masiv, determinând deprecieri semnificative ale cursului de schimb. Este interesant faptul că deși sectorul financiar din aceste țări nu a fost suficient de sofisticat pentru a fi expus la instrumentele structurate generatoare de active toxice, ceea ce a determinat inițial o opinie clară referitoare la

imposibilitatea ca aceste țări să fie afectate de criză, luând în considerare originea sa financiară, ulterior fenomenul de contagiune s-a resimțit din plin. Dată fiind prima de risc de țară mai ridicată pentru această regiune, investitorii au reacționat pe măsură odată declanșate turbulențele financiare, determinând prin retragerile lor agresive creșterea nivelului de risc aferent acestor țări.

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

În acest context, procesul de convergență a fost puternic afectat, anumite progrese înregistrate anterior tind să se atenueze, determinând un regres important.

Analizând în detaliu relația dintre sistemul financiar și procesul de convergență, putem aprecia că latura pozitivă a acestei relații nu este universal valabilă.

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

Complexitatea relației dintre cele două variabile conferă dificultate unui eventual demers de emiteră a unei concluzii tranșante, care să reflecte o relație univocă.

Globalizarea financiară și direcționarea masivă a fluxurilor financiare către țările emergente au efecte multiple asupra cursului valutar; în perioadele de expansiune economică, fluxurile financiare sunt orientate predominant către aceste țări, determinând aprecierea cursului valutar, pentru ca în perioadele de declin, retragerile masive să genereze depreciere. În acest mod, cursul valutar este marcat de o volatilitate accentuată, care periclitează capacitatea de îndeplinire a criteriului de convergență privind stabilitatea cursului valutar. În plus, comportamentul speculativ este încurajat.

Sofisticarea sistemului financiar prin creșterea titlurilor negociabile poate favoriza diminuarea presiunilor inflaționiste prin absorbția lichidității de pe piață, mai ales în contextul unor randamente atractive, dar acest proces trebuie să fie corelat cu economia reală. Accentuarea diferențialului dintre agregatul monetar M3 și M2 poate fi benefică pentru procesul de

convergență doar dacă se produce pe fondul diminuării agregatului M1, conducând la absorbția excesului de numerar și reducerea inflației.

În caz contrar, prin creșterea simultană atât a agregatului M3, cât și a agregatului M1, se favorizează intensificarea procesului inflaționist.

Totuși, amploarea M3 în contextul practicării unor randamente atractive poate conduce la creșterea ratei dobânzii pe termen lung, încălcând criteriul de convergență corespunzător.

Astfel, putem aprecia că pe fondul îndeplinirii unor condiționalități, sistemul financiar este susceptibil să favorizeze într-o anumită măsură convergența nominală, iar în cadrul acesteia, mai ales, convergența financiară. Cu toate acestea, convergența financiară se poate afla în contradicție cu cea fiscal-bugetară, creând distorsiuni la nivel global.

Creșterea agregatului monetar M3 în contextul efervescentei titlurilor negociabile pe termen lung poate conduce la intensificarea emisiunilor obligatate, cu efecte nefavorabile asupra deficitelor bugetare și asupra creșterii gradului de îndatorare, influențând negativ criteriile de convergență fiscal-bugetară.

În legătură cu nuanțarea relației dintre procesul de financiarizare și convergența reală, în lumina dezechilibrelor recent manifestate la nivel global, putem aprecia că pe fondul amplorii deosebite căpătate de fluxurile financiare și de decuplare cu economia reală, sistemul financiar poate manifesta un impact nefavorabil asupra convergenței reale.

3. Analiza sistemului financiar în cadrul UE

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

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

În tabelul 1, este reflectată dinamica raportului dintre sistemul financiar și PIB la nivel global. Pentru a obține o imagine pertinentă asupra sistemului financiar, fluxurile aferente pieței titlurilor de capital, pieței obligatate, pieței monetare și sistemului bancar sunt însumate. Se remarcă faptul că există un decalaj notabil între zona euro și Europa

Tabelul 1

Raportul dintre sistemul financiar și PIB în cadrul Uniunii Europene

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Euro area	1583.71	1438.01	1261.53	1194.93	1302.45	1432.53	1662.07	1874.79	1685.12	1813.60	2287.23
Bulgaria	49.54	51.32	43.18	55.73	69.53	88.39	115.53	140.26	103.52	91.24	95.27
Czech Republic	85.10	76.31	71.03	75.45	85.45	93.52	96.21	107.92	88.96	98.65	97.82
Latvia	31.47	34.93	35.21	42.96	46.98	59.87	47.47	48.88	52.62	53.57	54.49
Lithuania	54.41	47.25	46.84	53.60	62.29	74.89	76.54	69.43	48.30	60.74	66.57
Hungary	80.45	70.65	62.07	63.59	74.77	84.48	95.44	88.47	69.79	89.63	87.73
Poland	247.67	226.34	254.18	278.65	279.88	311.42	348.11	350.32	291.17	349.57	372.00
Romania	31.62	33.37	34.68	34.06	41.65	47.28	53.28	49.60	38.49	48.26	49.59

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

Centrală și de Est în privința acestui indicator. Acesta atinge un nivel de 1584% în anul 2000 și de 2287% în anul 2010 în zona euro, pentru ca în cazul țărilor din Europa Centrală și de Est să atingă niveluri mult inferioare.

Cea mai ridicată valoare a indicatorului se înregistrează în Polonia (248% în PIB în anul 2000 și, respectiv, 372% în anul 2010), urmată îndeaproape de Cehia (85% în 2000 și 98% în 2010), Ungaria (80% în anul 2000 și 87.73% în 2010) și Bulgaria (50% în 2000 și 95% în 2010).

România ocupă ultima poziție în clasamentul țărilor din Europa Centrală și de Est în privința gradului de dezvoltare a sistemului financiar, care în anul 2000 deținea o pondere de 32% în PIB, iar în anul 2010 de 50%.

În privința ritmului de creștere, se remarcă aceeași discrepanță între zona euro și țările din Europa Centrală și de Est; în timp ce în cadrul zonei euro, ponderea întregului sistem financiar – incluzând piața obligatară, piața de capital, piața monetară și sistemul bancar- în PIB aproape s-a dublat pe parcursul ultimilor zece ani, în țările emergente, cu excepția Bulgariei care, de asemenea, a înregistrat un ritm de creștere susținută reflectat în timp aproximativ într-o dublare a ponderii, dinamica sistemului financiar a fost mult mai lentă.

Această decelerare a ritmului de creștere este în contradicție cu teoriile privind fenomenul de *catching-up* specific țărilor emergente, care aduc în prim-plan ritmuri de creștere economică susținută, superioare celor înregistrate în țările dezvoltate, cu efecte pozitive asupra procesului de convergență.

Tabelul 2

Variația relativă a PIB-ului real în cadrul Uniunii Europene

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro	5.25	6.52	3.48	2.98	4.04	3.64	4.98	5.63	2.69	-2.46
Bulgaria	12.92	10.81	9.48	7.91	10.96	14.07	13.85	16.22	15.14	-1.40
Cehia	12.28	15.87	1.15	9.07	13.51	13.48	11.99	16.14	-7.25	6.40
Letonia	9.70	6.35	0.67	12.01	16.43	62.24	9.12	-19.53	-3.07	4.67
Lituania	9.69	10.86	9.60	10.07	14.94	14.89	19.18	12.99	-17.90	3.39
Ungaria	16.04	18.89	4.73	11.39	7.05	1.38	12.19	5.59	-12.63	5.92
Polonia	9.58	-5.26	-9.18	20.82	14.59	11.47	16.52	2.43	-4.00	11.86
România	11.58	7.18	8.15	16.14	30.69	22.49	27.60	12.06	-15.96	3.82

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

În tabelele 2 și 3, este ilustrată dinamica sistemului financiar în raport cu dinamica PIB-ului real, ceea ce evidențiază ritmurile de creștere diferite ale celor două variabile.

Dacă în cazul țărilor din Europa Centrală și de Est ritmul de creștere al PIB este accelerat pe parcursul celor zece ani, fiind în multe cazuri peste 10%, în cazul zonei euro valoarea maximă atinsă este de 7% în anul 2002; declanșarea turbulențelor financiare a determinat o scădere a PIB-ului real de 2.5% în anul 2010 în zona euro, în timp ce în țările emergente scăderea este mai redusă.

Tabelul 3

Variația relativă a sistemului financiar în cadrul Uniunii Europene

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona euro	-4.44	-6.55	-1.98	12.24	14.43	20.25	18.41	-5.05	10.52	23.01
Bulgaria	16.97	-6.76	41.30	34.64	41.07	49.08	38.23	-14.22	1.48	2.95
Cehia	0.68	7.85	7.45	23.51	24.24	16.74	25.62	-4.27	2.86	5.51
Letonia	21.77	7.19	22.86	22.49	48.37	28.63	12.38	-13.38	-1.31	6.45
Lituania	-4.74	9.91	25.42	27.90	38.19	17.43	8.11	-21.41	3.24	13.32
Ungaria	1.90	4.46	7.30	30.96	20.96	14.53	4.00	-16.71	12.21	3.68
Polonia	0.14	6.40	-0.44	21.36	27.50	24.61	17.26	-14.86	15.26	19.03
România	17.72	11.41	6.22	42.03	48.34	38.02	18.79	-13.04	5.37	6.68

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

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

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

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

Pe de altă parte, efectele turbulențelor financiare nu s-au transmis la aceeași amplitudine gravă ca în zona euro la nivelul sistemului bancar din această regiune, menținând în acest mod o arie de protecție. Conform ultimelor rapoarte de stabilitate financiară ale băncilor centrale din regiune, gradul de solvabilitate al sistemului bancar în țările din Europa Centrală și de Est este unul important, fiind în medie peste 10%.³

În privința corelării economiei financiare cu economia reală, se remarcă faptul că atât la nivelul zonei euro, cât și la nivelul țărilor din Europa Centrală și de Est, ritmul de creștere al PIB a fost inferior ritmului de creștere a sistemului financiar în ansamblu, reflectând decorelarea importantă dintre cele două categorii de economii – nominală versus reală.

În zona euro, economia reală a crescut în medie cu 5% pe parcursul ultimilor 10 ani, în timp ce sistemul financiar a înregistrat creșteri de peste 20%.

În cazul țărilor din Europa Centrală și de Est, în perioada 2000-2003 nu s-au înregistrat discrepanțe semnificative între ritmurile de creștere ale celor două tipuri de economii – reală și nominală-, fiind, practic, începutul revigorării masive a sistemului economic sub impactul aderării la UE; ulterior, până în anul 2008, creșterea resimțită la nivelul sistemului financiar a fost cu mult mai importantă decât cea înregistrată în planul economiei reale, atingând valori medii de 20%-30% (Cehia, Ungaria, Polonia) și de 30%-40% (Bulgaria și România).

În acest interval temporal s-a produs procesul de financiarizare masivă a economiei din Europa Centrală și de Est.

³ Conform reglementărilor în domeniul Basel II, nivelul de solvabilitate impus sistemului bancar este de minim 8%.

Tabelul 4

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în zona euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	4.03	4.43	5.42	6.10	5.65	5.53	5.03	4.69	5.38	4.97	4.13
Piața monetară	0.48	0.63	0.23	1.02	1.10	0.86	0.79	0.79	0.88	0.66	0.54
Piața titlurilor de capital	70.60	62.01	53.26	44.92	46.81	48.73	50.68	50.56	39.15	26.75	25.23
Piața titlurilor obligatare	24.89	32.92	41.09	47.95	46.45	44.87	43.50	43.96	54.59	67.62	70.09

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

Decantarea componentelor sistemului financiar în cadrul zonei euro, precum și în Europa Centrală și de Est permite realizarea unei analize relevante din perspectiva evidențierii particularităților la nivelul dinamicii procesului de financiarizare, cu efecte în planul convergenței reale și nominale.

În zona euro, în tabelul 4, se remarcă faptul că sistemul bancar deține o pondere nesemnificativă în cadrul sistemului financiar, situată în medie la un nivel de 4%; interesant este faptul că declanșarea turbulențelor financiare nu a avut un impact notoriu asupra ponderii activelor bancare, acesta menținându-se la un nivel stabil.

Fluctuația s-a înregistrat în decursul perioadei 2000-2003, când activele bancare totalizau aproximativ 6%, pentru ca în 2010 acestea să atingă valoarea de 4.13%.

O altă componentă nesemnificativă ca importanță în cadrul sistemului financiar este reprezentată de piața monetară, constituită din titluri negociabile, acestea situându-se în medie la un nivel de 1%.

Ponderea semnificativă este deținută de piața titlurilor de capital, precum și de piața titlurilor obligatare, ambele incluzând în valoarea totală și produsele derivate⁴.

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

⁴ Datele utilizate pentru derularea analizei au fost preluate majoritar de pe site-ul Băncii Central Europene (www.ecb.org.com), secțiunea statistică; în această bază de date, valoarea fluxurilor financiare corespunzătoare pieței titlurilor de capital și pieței obligatare include și produsele derivate în mod automat.

Aceleași considerații privind dinamica în ansamblu se pot aplica și la nivelul pieței titlurilor obligatare, care dețin o pondere medie de aproximativ 40% în cadrul perioadei analizate. Este deosebit de interesant faptul că traiectoria titlurilor obligatare este retroversă în raport cu cea a titlurilor de capital; în timp ce titlurile de capital scad ca pondere în sistemul financiar de la 71% în anul 2000 la 25% în anul 2010, titlurile obligatare cresc semnificativ, înregistrând aproximativ aceleași valori, dar în sens invers (25% în anul 2000 și, respectiv, 70% în anul 2010).

Această inversare a traiectoriei evolutive poate fi explicată prin prisma prăbușirii pieței titlurilor de capital sub impactul turbulențelor financiare, care a determinat scăderea capitalizării bursiere. În esență, fluxurile totale în cadrul sistemului financiar au căpătat o amplitudine mai mare în decursul ultimilor ani; aparent, criza recentă ar fi putut genera o implozie a sistemului financiar, cunoscută fiind originea sa financiară, dar în tabelul 1 putem remarca faptul că pe fondul turbulențelor masive din perioada 2007-2010, ponderea sistemului financiar în PIB a crescut în medie cu 20%-30%.

Singurul an din ultima perioadă în care ponderea s-a redus este 2008, când sistemul financiar a scăzut cu 5%, pe fondul colapsului Lehman Brothers.

O altă explicație poate consta în abundența emisiunilor obligatare determinate de necesitățile de finanțare crescute atât în plan macroeconomic, apărute ca urmare a acumulării unor deficite bugetare semnificative, cât și în plan microeconomic, la nivelul sectorului corporativ, care s-a confruntat frecvent cu crize de lichiditate severe, precum și cu destabilizări masive la nivelul solvabilității.

În plus, în contextul aversiunii la risc, investitorii s-au concentrat în special către instrumente financiare cu un nivel de certitudine mai ridicat, respectiv titlurile obligatare, în detrimentul acțiunilor.

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

Emisiunile obligatare pot contribui și la accentuarea comportamentelor de hazard moral,

Tabelul 5

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Bulgaria

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	76.43	79.71	78.59	76.38	66.26	64.26	66.01	63.10	74.47	73.97	75.69
Piața monetară	0.00	0.00	0.01	0.01	0.05	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01
Piața titlurilor de capital	23.39	20.12	19.95	22.92	28.74	33.16	31.73	34.86	23.46	24.30	22.77
Piața titlurilor obligatare	23.39	20.12	19.95	22.92	28.74	33.16	31.73	34.86	23.46	24.30	22.77

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

influențând îndatorarea excesivă. Spre deosebire de zona euro, țările din Europa Centrală și de Est se remarcă printr-o predominanță a sistemului bancar în cadrul fluxurilor financiare; în Bulgaria (a se vedea tabelul 5), ponderea medie deținută de sistemul bancar este de 70% în perioada analizată, cu valori extrem de ridicate în anul 2000 (94% în anul 2000, 86% în 2003, 75% în 2009 și 78% în 2010).

Similar Bulgariei, Cehia, Letonia și Lituania dețin în medie active bancare de 70% în cadrul sistemului financiar global, evidențiind astfel un sistem financiar axat pe intermedierea financiară clasică (a se vedea tabelele 6-8).

Tabelul 6

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Cehia

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	94.39	87.55	86.79	86.3	74.74	71.58	60.94	57.88	73.33	75.34	77.84
Piața monetară	3.04	4.08	5	6.01	6.88	0.07	0.08	0.07	0.21	0.15	0.11
Piața titlurilor de capital	2.36	7.94	8.03	6.7	16.14	23.92	29.14	39.91	20.00	18.66	16.63
Piața titlurilor obligatare	0.21	0.43	0.18	0.99	2.24	4.43	9.84	2.14	6.45	5.85	5.42

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

Piața monetară este slab dezvoltată, acest lucru fiind explicat și prin prisma faptului că în multe țări agregatul M3 a fost introdus după anul 2003.

Singurele țări în care piața monetară deține în 2010 o pondere de peste 1% din sistemul financiar sunt România (1.24%), Letonia (1.41%) și Ungaria (8.89%) (a se vedea tabelele 7-10).

Tabelul 7

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Letonia

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	84.77	86.02	85.98	77	74.46	72.01	78.04	79.59	86.31	84.88	88.65
Piața monetară	0.05	0.12	0.14	0.12	2.38	0.36	0.72	0.81	1.06	1.13	1.41
Piața titlurilor de capital	14.92	13.79	13.82	21.05	23.16	27.5	20.46	18.81	11.86	13.55	9.10
Piața titlurilor obligatare	0.26	0.07	0.06	1.83	0.00	0.14	0.77	0.80	0.77	0.44	0.83

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

În privința pieței titlurilor de capital, se disting țări cu o piață de capital care a înregistrat o evoluție permanentă pe parcursul perioadei 2000-2007, aceasta ridicându-se la o pondere

Tabelul 8

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Lituania

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	56.43	62.36	60.99	54.28	51.65	54.64	56.53	63.45	80.44	78.49	75.76
Piața monetară	17.82	18.71	17.02	13.57	6.07	0.67	0.83	1.11	1.39	0.98	0.62
Piața titlurilor de capital	21.98	15.94	19.29	31.24	42.02	44.39	42.11	34.73	16.73	20.00	23.13
Piața titlurilor obligatare	3.77	3.00	2.70	0.90	0.26	0.30	0.53	0.71	1.44	0.53	0.49

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

de aproximativ 30% din sistemul financiar (Cehia, Lituania, Ungaria 35%, România 34%) sau chiar 40% (Bulgaria 40%, Polonia 45%); Letonia este singura țară care prezintă o pondere a pieței titlurilor de capital de sub 30% în PIB în anul 2007 (19%).

Tabelul 9

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Ungaria

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	55.61	59.32	63.60	69.16	58.52	56.30	55.21	57.20	71.98	63.76	59.81
Piața monetară	12.09	11.86	6.81	1.75	5.92	3.14	4.11	5.63	6.04	7.15	8.89
Piața titlurilor de capital	30.97	27.57	28.33	27.99	33.71	36.85	37.07	35.35	17.82	25.11	23.95
Piața titlurilor obligatate	1.33	1.25	1.25	1.11	1.85	3.71	3.60	1.82	4.16	3.97	7.35

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

Odată cu declanșarea turbulențelor financiare în anul 2008, piața titlurilor de capital a înregistrat reduceri la nivelul tuturor țărilor din Europa Centrală și de Est (Bulgaria 20%,

Tabelul 10

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în România

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	48.19	49.63	48.06	54.66	46.31	49.34	46.24	48.00	58.62	55.72	52.38
Piața monetară	10.54	10.53	11.31	7.81	6.86	1.41	1.35	1.07	0.53	0.43	0.61
Piața titlurilor de capital	25.44	22.24	19.43	21.14	30.69	36.65	42.06	44.55	23.34	31.77	34.19
Piața titlurilor obligatate	15.83	17.61	21.20	16.40	16.14	12.60	10.34	6.38	17.51	12.08	12.82

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

Cehia 24%, Lituania 20%, Ungaria 18%, Polonia 23%, România 20%); cea mai drastică scădere s-a resimțit în Letonia (9.5%).

Cu toate acestea, anii 2009 și 2010 au marcat un reviriment în piața titlurilor de capital a țărilor din regiune, unele dintre acestea reînscriindu-se pe trendul de creștere (România, Polonia, Cehia) (a se vedea tabelul 11 pentru cazul Poloniei).

Referitor la piața obligatară, doar patru țări se remarcă printr-o pondere semnificativă a acesteia (Cehia 23% și Polonia 13%, Ungaria 7%, Bulgaria 6% în anul 2010), în timp ce în cazul celorlalte state ponderea e sub 1% (Lituania 0.5%, Letonia 0.83% în anul 2010).

Tabelul 11

Ponderea componentelor sistemului financiar în cadrul sistemului financiar global în Polonia

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sistem bancar	93.3	84.55	83.22	83.06	83.27	62.1	62.74	66.29	80.28	78.22	77.46
Piața monetară	0.05	0.03	0.07	0.12	0.21	0.38	0.24	0.03	0.19	0.67	1.24
Piața titlurilor de capital	3.04	8.32	9.08	10.05	11.71	35.67	36.75	33.68	19.53	21.1	21.29
Piața titlurilor obligatare	3.61	7.1	7.63	6.77	4.81	1.85	0.27	0	0	0	0

Sursă: calculele autorului după date preluate de pe site-ul Băncii Central Europene și Eurostat

4. Analiza relației dintre economia financiară și economia reală în cadrul Uniunii Europene prin intermediul modelului vectorilor cu corecție de erori

Această parte a studiului integrează aplicarea modelului vectorilor cu corecție de erori (VECM) la nivelul indicatorilor specifici economiei financiare și reale.

Modelul este aplicat la nivelul fiecărei țări din grupa NSM care nu fac parte din zona euro, sub forma:

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

unde

$$X_t = ((\text{PIB}), (\text{M2}), (\text{M3_M2}), (\text{STOCK_MK}), (\text{BOND}))$$

PIB = Produsul Intern Brut real

M2 = Agregatul monetar M2

M3_M2 = Diferența dintre agregatul monetar M3 și agregatul monetar M2

STOCK_MK = Capitalizarea bursieră

BOND = Piața obligatară

Aceste variabile sunt utilizate pentru a releva reacția economiei reale reflectată prin dinamica PIB-ului sub impulsul economiei financiare

Modelul vectorilor cu corecție de erori este concentrat pe doi parametri-cheie, cum ar fi α și β .

Matricea β' reprezintă vectorul de cointegrare și încorporează relațiile pe termen lung dintre variabilele endogene.

Matricea α reflectă ajustarea dinamică a variabilelor endogene la abateri de la echilibrul pe termen lung reprezentat de β "x.

Granger (1981) a introdus conceptul de tehnici de co-integrare, care este util pentru rezolvarea dificultăților implicate de non-staționaritate în cazul relațiilor pe termen lung. Metodologia de co-integrare impune ca toate variabilele să aibă același ordin de integrare, ceea ce determină necesitatea ca variabilele să fie supuse testului *unit root* prin intermediul metodelor Augmented Dickey Fuller-și Philips-Perron. Ca urmare a aplicării acestor teste, a fost identificată non-staționaritatea la nivelul variabilelor integrate în model, ceea ce evidențiază faptul că în cazul statelor integrate recent în UE (NSM10), care nu fac parte din zona euro, precum și în cadrul zonei euro, șocurile se propagă cu o intensitate destul de ridicată, prezentând persistență în timp. Incapacitatea sistemelor economice din UE de a absorbi șocurile rapid implică un grad ridicat de instabilitate macroeconomică.

În tabelul 12 sunt prezentați sintetic factorii de impact care ilustrează relația de determinare reciprocă a celor două tipuri de economii.

Analiza este condusă la nivel tridimensional:

- Inițial sunt prezentați factorii de impact ai economiei financiare asupra economiei reale;
- Ulterior sunt evidențiați factorii de impact care decurg din economia reală asupra economiei financiare;
- În final sunt urmărite relații de determinare între componentele economiei nominale.

La nivelul zonei euro, se evidențiază că economia reală reacționează cel mai intens sub impactul pieței obligatare, urmată de piața titlurilor de capital; reacțiile PIB-ului sub influența sistemului bancar sunt deosebit de slabe ca intensitate (a se vedea anexa no.1).

Această concluzie confirmă aspectele evidențiate în prima parte a studiului, respectiv ponderea importantă a celor două componente ale sistemului financiar în cadrul zonei euro și, respectiv, gradul ridicat de sofisticare al sistemului financiar.

În privința relației de determinare a economiei financiare sub impactul economiei reale, putem remarca absența acesteia, respectiv laturile sistemului financiar nu sunt impactate în mod semnificativ de dinamica economiei reale.

Astfel, în zona euro, vectorul de impact are originea în economia financiară, cea reală acționând doar sub forma unui receptor de influențe.

În cazul Bulgariei, Cehiei și Lituaniei, piața monetară acționează ca un determinat al economiei reale; o influență similară este remarcată în cazul

pieței obligatare pentru Cehia și Letonia, în timp ce piața titlurilor de capital joacă același rol în cazul României și Ungariei. Totuși, impactul pieței de capital este mai redus în situația României și Ungariei (a se vedea anexele no.2-5).

În privința reacției economiei nominale sub impulsul celei reale, putem remarca faptul că la nivelul țărilor din regiune, nu există o astfel de reacție; ca și în cazul zonei euro, economia financiară nu este determinată în mod semnificativ de cea reală.

Recentele turbulențe financiare au reflectat faptul că fluxurile financiare pot căpăta o amploare deosebită, aflată într-o discrepanță clară în raport cu economia reală; chiar dacă aceasta suferă o contracție, economia nominală se poate dezvolta în contextul valorificării intense a unei componente a sistemului financiar. De exemplu, emisiunile obligatare au susținut în mod semnificativ nevoia de finanțare resimțită pe fondul dezechilibrelor financiare, contribuind astfel la creșterea ponderii sistemului financiar în PIB.

Referitor la reacțiile componentelor sistemului financiar sub impulsurile lor reciproce, remarcăm atât la nivelul zonei euro, cât și în Europa Centrală și de Est o reacție a pieței monetare sub impulsul celei obligatare; în rest, deși prezumăm inițial o reacție a pieței titlurilor de capital sub impactul celei obligatare, ca și în sens invers de altfel, outputul statistic nu relevă determinări reciproce semnificative la nivelul componentelor sistemului financiar.

Acest aspect poate fi interpretat prin prisma decorelării absolute a celor două componente în perioada actuală; în faza de expansiune a ciclului economic, piața titlurilor de capital s-a dezvoltat semnificativ, în detrimentul celei obligatare, în timp ce în faza de declin economic, efectul a fost invers.

Cele mai semnificative reacții se produc sub impulsul reciproc al variabilelor specifice sistemului bancar (agregatul monetar M3 sub impulsul pieței monetare și invers), ceea ce nu este surprinzător, luând în considerare că agregatul monetar M3 include agregatul monetar M2.

Acest aspect poate fi explicat în virtutea insuficienței dezvoltării a anumitor componente ale sistemului financiar în unele țări, ceea ce face imposibil un impuls semnificativ și o reacție proporțională.

În cazul Bulgariei, piața monetară scade sub impulsul pieței titlurilor de capital; aceasta din urmă reacționează subliminal sub impactul celei obligatare, în acord cu tendința manifestată la nivel general.

În Cehia piața titlurilor de capital resimte o creștere sub impactul sistemului bancar, dar scade sub impactul celei obligatate. În Ungaria piața monetară crește sub impulsul pieței titlurilor de capital, dar scade sub impulsul celei obligatate, în timp ce în Polonia și România se înregistrează un efect de scădere sub impactul ambelor piețe.

Tabelul 12

Factorii de impact sub impulsul cărora reacționează economia financiară și economia reală

	Variabila receptor⁵	Factorul de impact
Zona euro	<i>Economia reală</i>	Piața titlurilor de capital Piața obligatară
	<i>Economia financiară</i>	Nu există un factor de impact semnificativ ⁶
Bulgaria	<i>Economia reală</i>	Piața monetară
Cehia	<i>Economia reală</i>	Piața monetară Piața obligatară
Lituania	<i>Economia reală</i>	Piața monetară
Letonia	<i>Economia reală</i>	Piața obligatară
România	<i>Economia reală</i>	Piața titlurilor de capital
Ungaria	<i>Economia reală</i>	Piața titlurilor de capital

Reacțiile pieței monetare sub impulsul celorlalte componente pot fi interpretate prin prisma faptului că piața monetară include titluri pe termen scurt care prezintă particularități similare cu cele ale piețelor pe care sunt tranzacționate titluri de capital sau titluri de creanță pe termen lung.

În Letonia se remarcă o ușoară reacție a pieței titlurilor de capital sub impactul celei obligatate, dar și o scădere a pieței monetare atât sub impactul celei de capital, cât și sub impactul celei obligatate

În Lituania piața monetară scade sub impactul celei obligatate, iar sistemul bancar reacționează favorabil atât sub impactul pieței titlurilor de capital, cât și sub impactul pieței obligatate.

În Polonia se remarcă absența unei relații de determinare între piața titlurilor de capital și piața obligatară, în timp ce în România piața obligatară crește ușor sub impactul pieței titlurilor de capital, iar relația inversă nu se validează.

⁵ Variabila care reacționează sub impulsul factorului de impact, respectiv variabila care receptează influența factorului de impact.

⁶ Aceeași relație este valabilă și în cazul celorlalte țări din Europa Centrală și de Est, respectiv economia financiară nu reacționează sub impulsul celei reale.

Concluzii

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

În esență, în virtutea procesului de convergență, analiza evidențiază balansul dintre economia nominală și economia reală, cu evidențierea implicațiilor asupra stabilității macroeconomice.

În privința corelării economiei financiare cu economia reală, se remarcă faptul că atât la nivelul zonei euro, cât și la nivelul țărilor din Europa Centrală și de Est, ritmul de creștere al PIB a fost inferior ritmului de creștere a sistemului financiar în ansamblu, reflectând decorelarea importantă dintre cele două categorii de economii – nominală versus reală.

În zona euro, economia reală a crescut în medie cu 5% pe parcursul ultimilor 10 ani, în timp ce sistemul financiar a înregistrat creșteri de peste 20%.

În cazul țărilor din Europa Centrală și de Est, în perioada 2000-2003 nu s-au înregistrat discrepanțe semnificative între ritmurile de creștere ale celor două tipuri de economii – reală și nominală-, fiind practic începutul revigorării masive a sistemului economic sub impactul aderării la UE; ulterior, până în anul 2008, creșterea resimțită la nivelul sistemului financiar a fost cu mult mai importantă decât cea înregistrată în planul economiei reale, atingând valori medii de 20%-30% (Cehia, Ungaria, Polonia) și de 30%-40% (Bulgaria și România).

În privința reacțiilor economiei reale sub impulsul celei financiare, la nivelul zonei euro, se evidențiază că economia reală reacționează cel mai intens sub impactul pieței obligatate, urmată de piața titlurilor de capital; reacțiile PIB-ului sub influența sistemului bancar sunt deosebit de slabe ca intensitate.

Această concluzie confirmă aspectele evidențiate în prima parte a studiului, respectiv ponderea importantă a celor două componente ale sistemului financiar în cadrul zonei euro și, respectiv, gradul ridicat de sofisticare al sistemului financiar.

În privința relației de determinare a economiei financiare sub impactul economiei reale, putem remarca absența acesteia, respectiv laturile sistemului financiar nu sunt impactate în mod semnificativ de dinamica economiei reale; aceeași concluzie a rezultat și la nivelul țărilor din Europa Centrală și de Est.

Recentele turbulențe financiare au reflectat faptul că fluxurile financiare pot căpăta amploare dispart în raport cu economia reală; chiar dacă aceasta suferă o contracție, economia nominală se poate dezvolta în contextul valorificării intense a unei componente a sistemului financiar. De exemplu, emisiunile obligatate au susținut în mod semnificativ nevoia de finanțare resimțită pe fondul dezechilibrelor financiare, contribuind astfel la creșterea ponderii sistemului financiar în PIB.

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

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

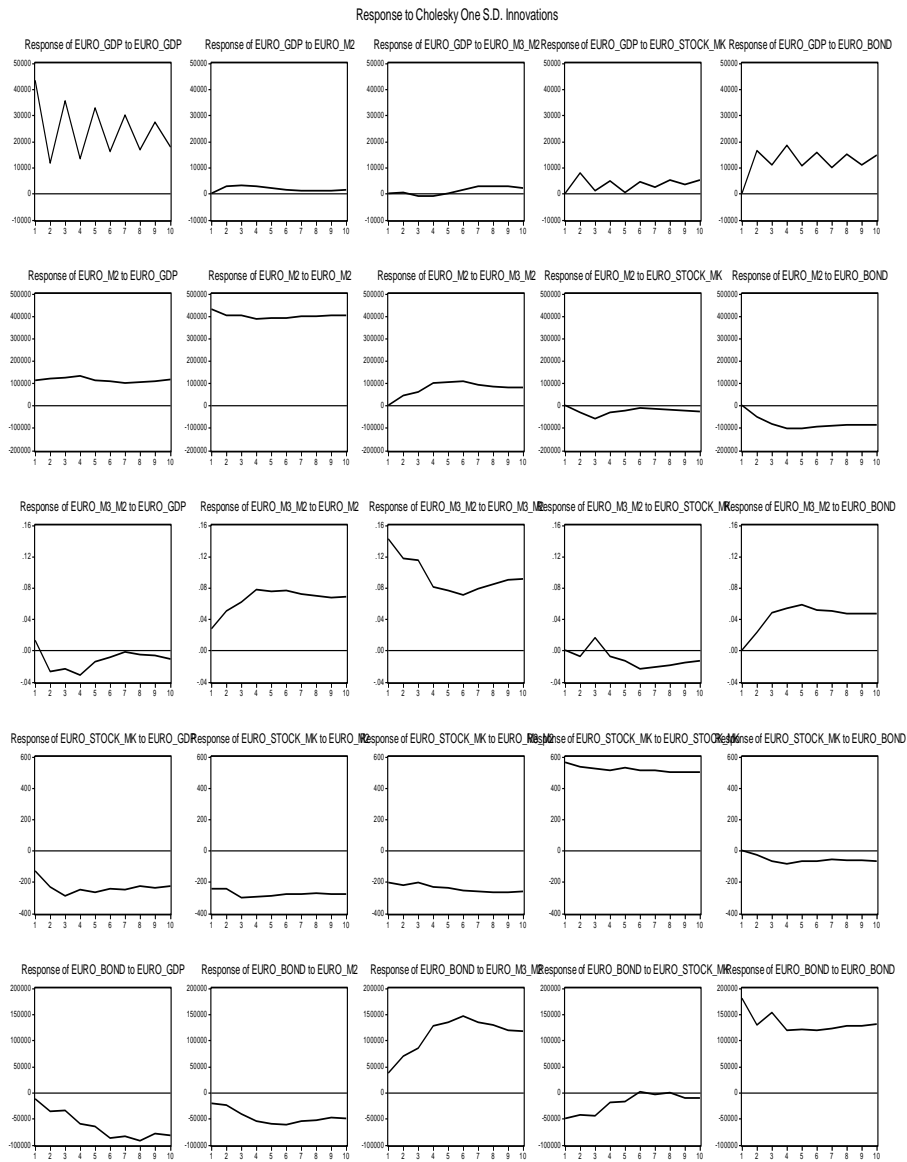
Cercetări viitoare se vor concentra pe aprofundarea relației dintre cele două procese, în special din perspectiva creării unor indici compoziți care să cuantifice într-un mod pertinent expunerea economiei reale la fluxurile pieței financiare.

BIBLIOGRAFIE

1. Apeldoorn, van B. D. and J. L. Horn (2009), *Contradictions and Limits of Neoliberal European Governance. From Lisbon to Lisbon*, Houndmills
2. Becker, J. and J. Jäger (2010), *Development Trajectories in the Crisis in Europe*. In: *Debatte*, Journal of Contemporary Central and Eastern Europe 18 (1), 5 - 27.
3. Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B. and R. Weissenbacher (2010), *Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective*. In: *Competition & Change* 14 (3-4), 225-247.
4. Chang R. and A. Velasco (2001), *A Model of Financial Crises in Emerging Markets*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 116, No. 2 (May 2001), 489-517.
5. Eatwell, J., and L. Taylor (2002), *International Capital Markets, Systems in Transition*, Oxford University Press
6. Eichengreen, B. (2001), *Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?*, World Bank Economic Review, 15, 341-65.
7. Goodhart, Ch. and M. Persaud (2008), *The crash of 2007 - 08 has laid bare the poverty of the current regulatory philosophy*, Financial Times, January 31 2008.
8. Henry, P.B. (2007), *Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation*, Journal of Economic Literature, 45 (December), 887– 935.
9. Holly, S. and M. Raissi (2009), *The Macroeconomic Effects of European Financial Development: A Heterogenous Panel Analysis*, German Institute for Economic Research in its series Working Paper / FINES with number 1.4.
10. Iancu, A. (2011), *Models of Financial System Fragility*, Romanian Journal of Economic Forecasting, Vol.14 (1), 2011.
11. Klein, M.W. and G.P. Olivei (2008), *Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth*, Journal of International Money and Finance, in press.
12. Kose, M., Prasad, A.E., Rogoff, K. and S.J. Wei (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, Working Paper 12484, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
13. Kregel, J.A. (2007), *The Natural Instability of Financial Markets*, Paper for the Tjalling C. Koopmans Institute Conference “The Political Economy of Financial Markets – A methodological account of a multi-disciplinary approach”, Utrecht, November 16, 2007.
14. Krugman, P. (1998), *What happened to Asia*, Southeast Asia Discussion List <SEASIA-L@msu.edu>.
15. Krugman P. (1998), *Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asian Crisis*, Working Paper, MIT.
16. Krugman P. (1999), *Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises*, in *International Finance and Financial Crisis: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr.*, edited by Peter Isard, Assaf Razin, Andrew Rose, Kluwer Academic Publishers and International Monetary Fund.
17. Krugman P. (2001), *Crises: The Next Generation?* Paper prepared for Razin Conference, Tel Aviv University, March 25-6, 2001.
18. Krugman P., (2010), *Crises*, (Internet).
19. Lane, P. and G.M. Milesi-Ferretti, (2007), *The External Wealth of Nations Mark II*, Journal of International Economics, 73, 223-250.
20. Lane, P. (2008), *The Macroeconomics of Financial Integration: A European Perspective*, IIS Discussion Paper No. 265.
21. Marx, Karl (1979), *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie*, Vol. 3. MEW 25. Berlin
22. Obstfeld, M. (2008), *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?*. Working Paper No 34, Commission on Growth and Development.
23. Paineira, J.P. (2009), *Developing countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation*, *Research on Money and Finance*, Discussion Papers, n.4, SOAS, London.
24. Prasad, E. and R.G. Rajan (2008), *A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization*, Journal of Economic Perspectives, 22 (Summer): 149– 72.
25. Tytell, I. and S.J. Wei, (2004), *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?* IMF Working Paper 04/84. IMF, Washington, DC.

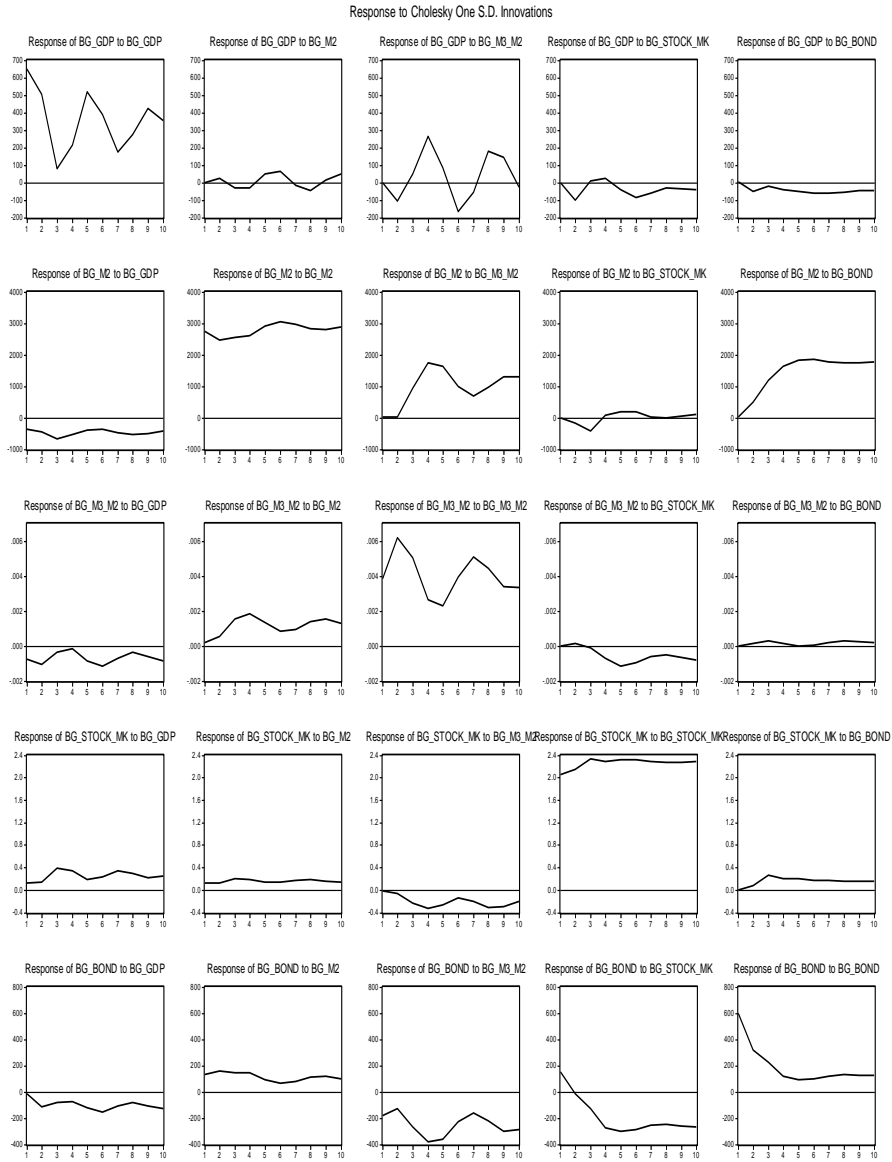
Anexa no. 1

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul zonei euro



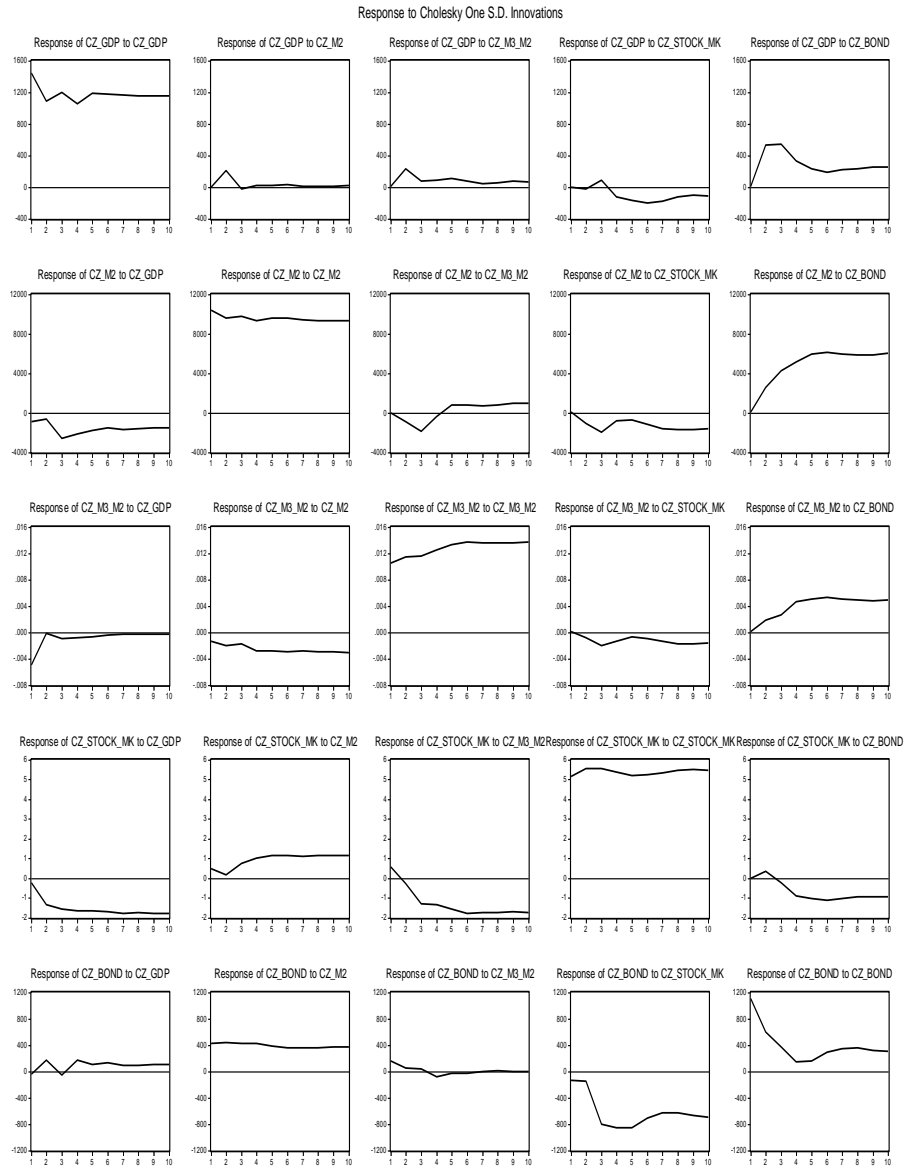
Anexa no. 2

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Bulgariei



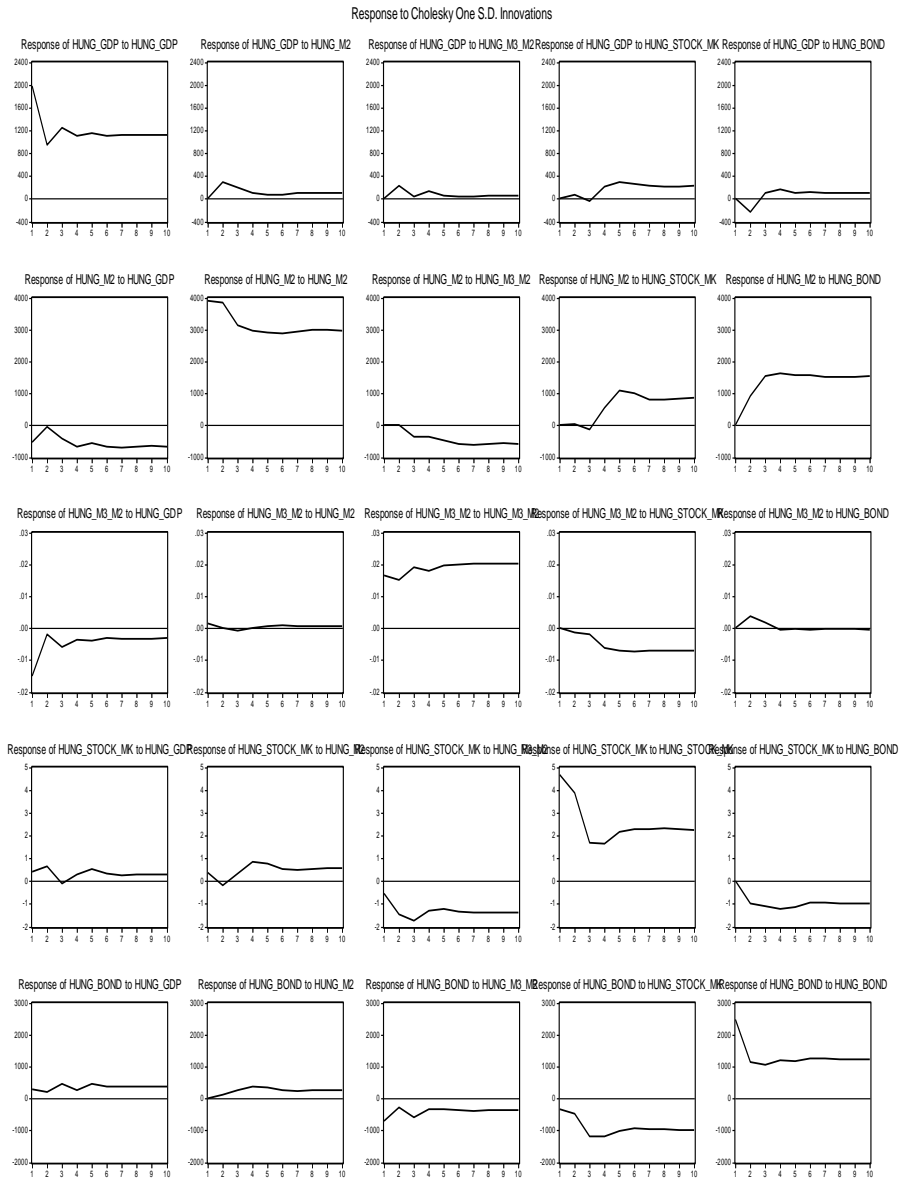
Anexa no. 3

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Cehiei



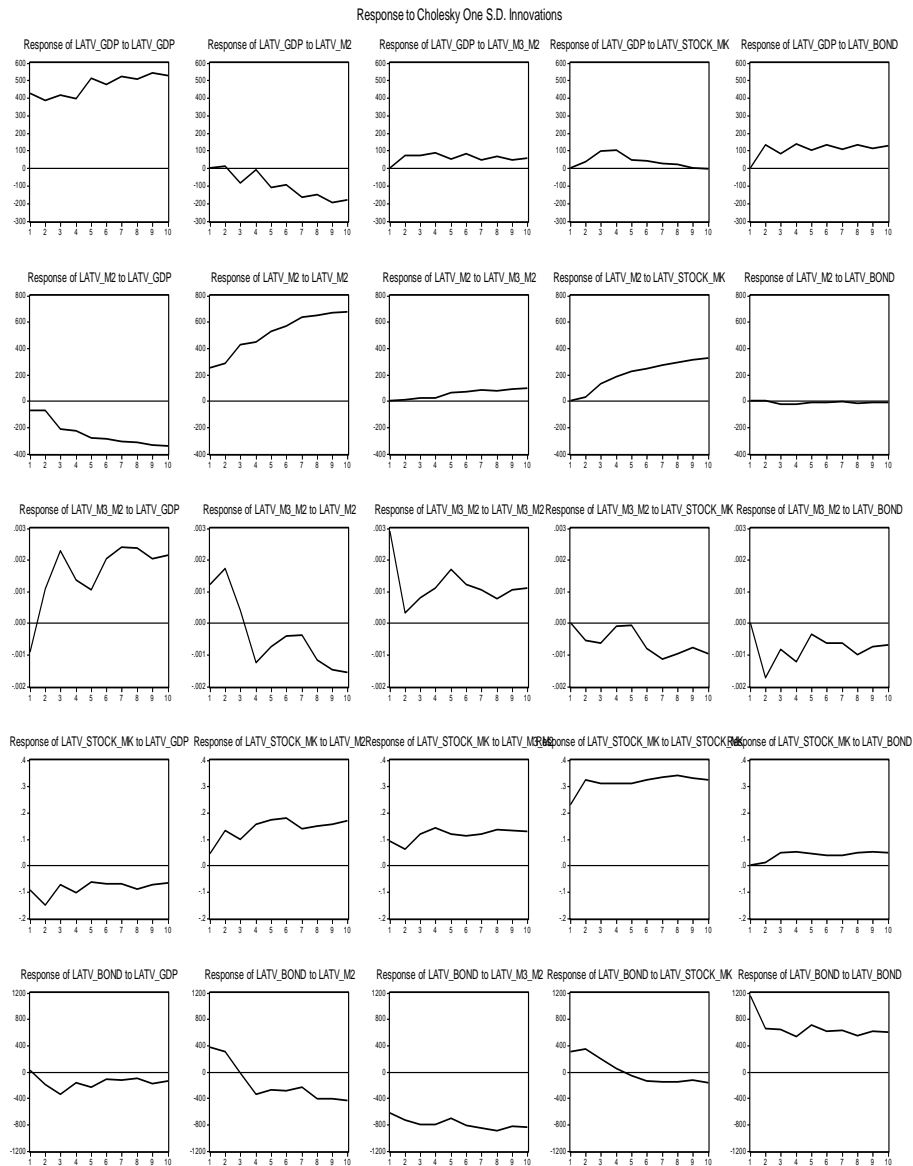
Anexa no. 4

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Ungariei



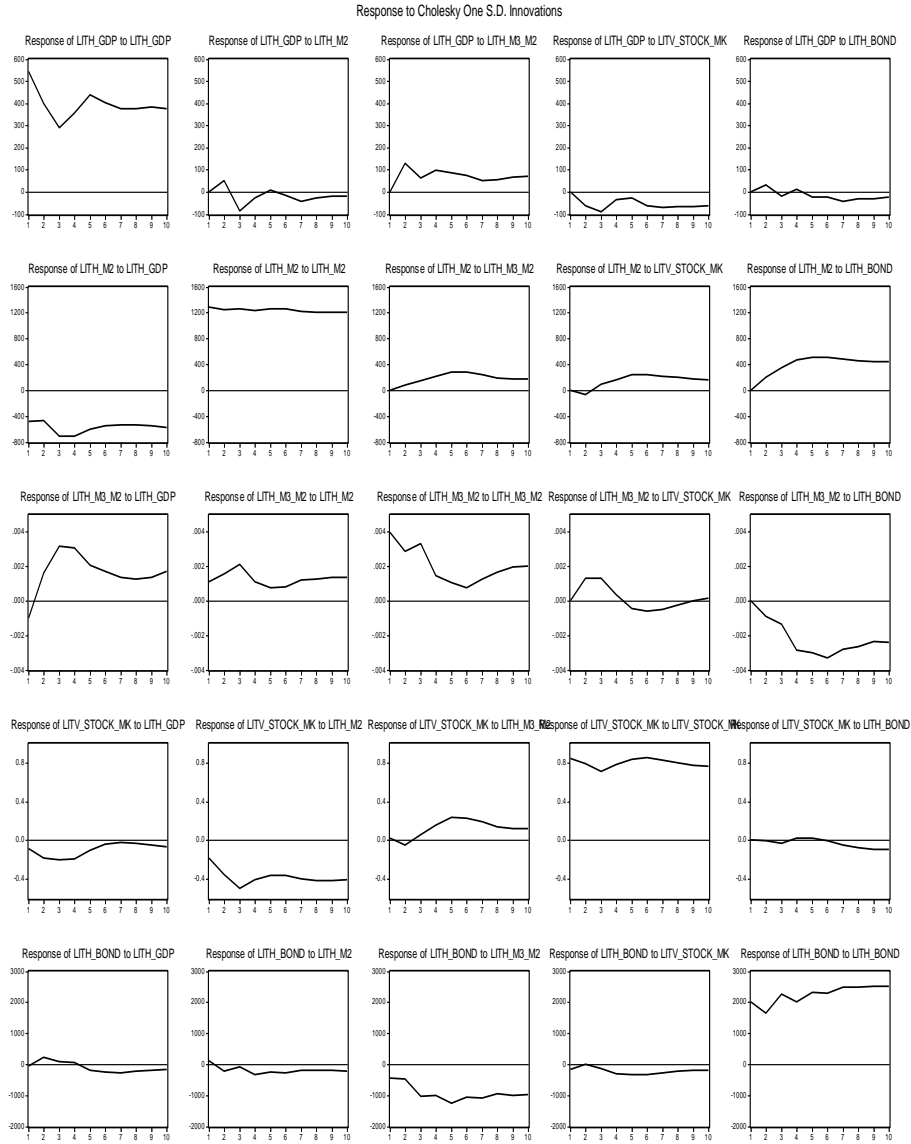
Anexa no. 5

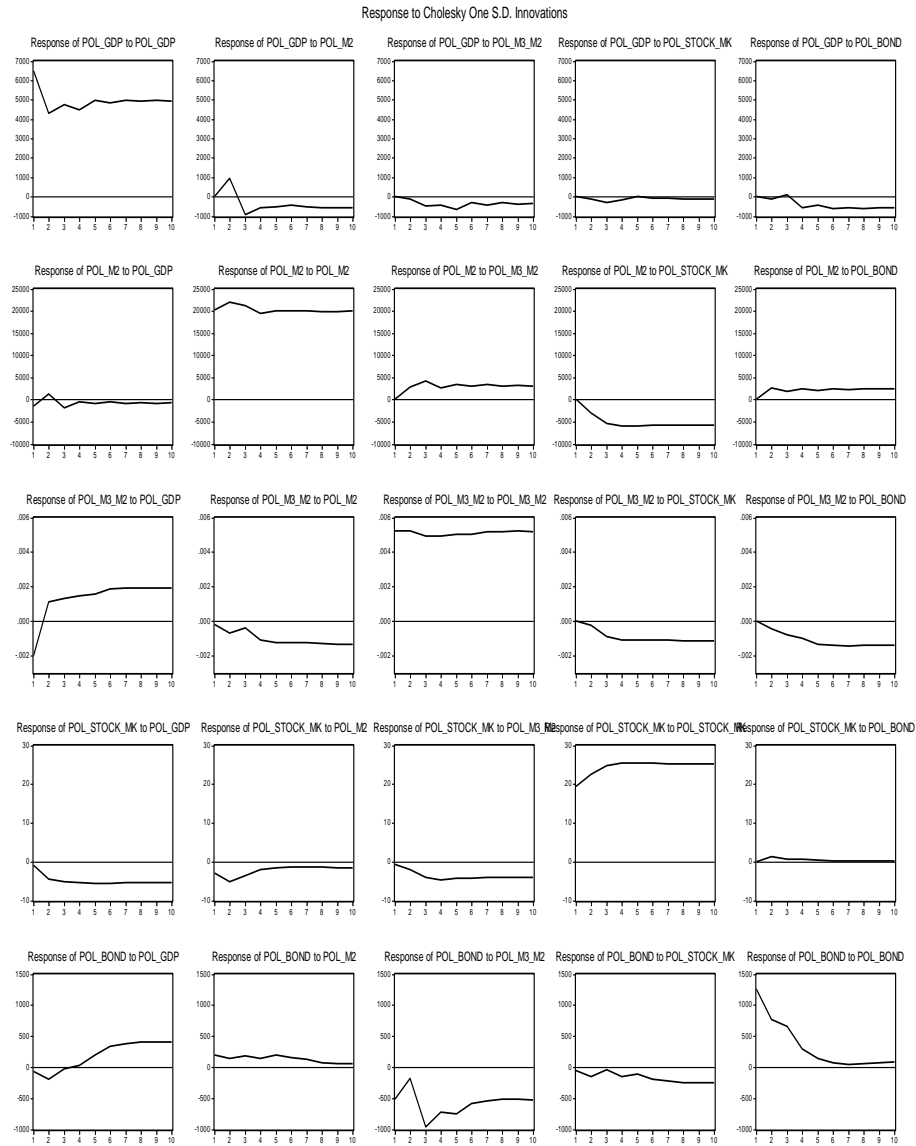
Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Letoniei



Anexa no. 6

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Lituaniei



Anexa no. 7**Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul Poloniei**

Anexa no. 8

Reacția PIB sub impulsul sistemului financiar în cazul României

