



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 425

Colecția
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria
*Probleme
economice*

**STABILITATEA
PREȚURILOR
ȘI STABILITATEA
FINANCIARĂ
ÎN ACTIVITATEA
BĂNCILOR CENTRALE**

Gabriela-Otilia LĂȚEA

ISBN 978 - 973 - 159 - 168 - 1



Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU”
Centrul de Informare și Documentare Economică

STABILITATEA PREȚURILOR ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ ÎN ACTIVITATEA BĂNCILOR CENTRALE

Gabriela-Otilia LĂȚEA



Centrul de Informare și Documentare Economică

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
REDACTOR-ȘEF - VALERIU IOAN-FRANC

Redactor: ADELINA BIGICA
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDĂ
CIDE/STUDII/PROBLEME: Prob-GabrielaLățea-Stabilitatea_425.doc

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,
cod poștal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 5-72

Materialele cuprinse în acest volum pot fi reproduse numai cu aprobarea
conducerii Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu”.

Volumele seriei pot fi identificate și comandate fie în colecție anuală, respectiv ISSN 1222-5401,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-168- 1

Cuprins

Introducere	5
Capitolul 1 STABILITATEA PREȚURILOR.....	7
1.1. Definirea stabilității prețurilor.....	7
1.2. Instrumentele de politică monetară ale eurosistemului	9
1.3. Strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene - Abordarea bazată pe doi piloni	11
Capitolul 2 STABILITATEA FINANCIARĂ.....	14
2.1. Definirea stabilității financiare	14
2.2. Perspectivele macro și microprudențiale puse în slujba asigurării stabilității financiare.....	16
2.3. Raportul dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară	19
Concluzii	21
Bibliografie.....	23

Introducere

O economie este permanent supusă unor șocuri în mare măsură imprevizibile, care afectează inclusiv evoluțiile prețurilor. Intervenția statului în economie se realizează îndeosebi prin intermediul politicii monetare¹ și a politicii fiscale, întrucât acestea sunt singurele tipuri de politici economice ce corespund principiilor unei guvernări democratice și legilor de bază ale economiei de piață. Astfel, una dintre cele mai importante instituții ale statului este banca centrală. Maniera în care aceasta acționează, deciziile pe care le adoptă, politica pe care o promovează exercită o influență semnificativă atât asupra gradului de realizare a diferitelor obiective ale politicii economice: stabilitatea prețurilor, creștere economică, rată redusă a șomajului, balanță de plăți echilibrată ș.a., cât și asupra deciziilor celorlalți actori din economie: instituții internaționale și europene, guverne, sindicate etc. .

În prezent, majoritatea băncilor centrale au ca obiectiv fundamental definit în legea de organizare și funcționare, stabilitatea prețurilor. Totuși, pe fondul crizei financiare și economice majore care a debutat în anul 2007 și ale cărei efecte devastatoare încă nu au fost atenuate în totalitate nici până în prezent, a ajuns în prim plan un alt concept, acela de stabilitate financiară, precum și rolul pe care banca centrală trebuie să îl joace în sensul prezervării acesteia.

Așa cum susținea și Lucas Papademos, criza actuală a ridicat o serie de probleme importante în ceea ce privește prevenirea și gestionarea crizelor, conturând concluzii relevante atât pentru participanții la piață, cât și pentru cei implicați în adoptarea deciziilor. Analiza cauzelor și a factorilor care au stat la baza sa, precum și a evenimentelor și proceselor care i-au sporit evoluția și intensitatea în timp, au condus la câteva concluzii legate de rolul autorităților publice în asigurarea stabilității financiare (bănci centrale, autorități de supraveghere și guverne), dar și în ceea ce privește eficacitatea cadrului instituțional existent și a instrumentelor de politică disponibile în vederea atingerii acestui obiectiv. Criza a pus de asemenea sub semnul întrebării buna funcționare a piețelor financiare și a instituțiilor, în special capacitatea lor de a gestiona eficient riscul.

Având în vedere aceste evoluții, lucrarea de față își propune să prezinte aspecte fundamentale ce delimitează cele două concepte esențiale (stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară) și modul în care mâna invizibilă a politicii monetare își poate pune amprenta asupra economiei în ansamblu și asupra nivelului prețurilor în particular, fără însă a pierde din vedere necesitatea

¹ Politica monetară constă în acțiunea globală, exercitată prin manevrarea variabilelor monetare, asupra principalelor variabile economice: nivelul prețurilor, produsul intern brut, gradul de ocupare a mâinii de lucru (rata șomajului), soldul balanței de plăți externe etc. – Silviu Cerna, *Stabilitatea financiară*, Editura Universității de Vest, 2008.

menținerii stabilității financiare, în lipsa căreia, procesul de transmitere în sine s-ar afla în imposibilitatea de a-și atinge țintele previzionate.

În acest sens, primul capitol al studiului este dedicat analizei conceptului de stabilitate a prețurilor, plecând de la diferitele definiții ale acestuia regăsite în literatura de specialitate, continuând cu o trecere în revistă a setului de instrumente de politică monetară utilizate la nivelul eurosistemului și încheind cu prezentarea viziunii Băncii Centrale Europene privind stabilitatea prețurilor.

Capitolul doi debutează de asemenea cu prezentarea noțiunii de stabilitate financiară din punct de vedere conceptual, în viziunea unor personalități marcante ale mediului financiar bancar mondial. În cadrul analizei am considerat oportună prezentarea distinctă a perspectivelor pe care abordarea macro-prudențială a căpătat-o în decursul ultimilor ani, în contextul manifestării acestei crize economico-financiare excepționale din punct de vedere al impactului, al sferei de cuprindere și al duratei. În finalul lucrării am abordat raportul dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, o preocupare actuală a specialiștilor zilelor noastre în contextul manifestării unor riscuri majore ce pun la încercare politicile băncilor centrale.

Capitolul 1

STABILITATEA PREȚURILOR

1.1. Definirea stabilității prețurilor

În literatura de specialitate se poate vorbi despre un consens cu privire la faptul că stabilitatea prețurilor se referă la evoluția nivelului prețurilor agregate, care, măsurată prin diferiți indici, să fie relativ constantă sau cu modificări de mici dimensiuni. Altfel spus, se poate vorbi despre stabilitatea prețurilor atunci când banii își păstrează valoarea în timp sau viteza lor de erodare este foarte lentă. Noțiunea de stabilitate monetară se suprapune peste cea de stabilitate a prețurilor.

Paul Volcker, fostul președinte al Băncii Centrale a Statelor Unite ale Americii, a oferit o definiție a stabilității prețurilor prin intermediul anticipațiilor inflaționiste: „O definiție utilă a unei stabilități rezonabile a prețurilor îmi pare a fi situația în care anticipațiile privind creșterea (sau scăderea) generală a prețurilor pe o perioadă considerabilă de timp nu au o influență substanțială asupra comportamentului economic și financiar” (Volcker, 1983).

Alan Greenspan, președintele Sistemului Federal al Rezervelor S.U.A. până în 2006, afirma că stabilitatea prețurilor este „acea situație în care modificarea așteptată de public a nivelului mediu al prețurilor este suficient de redusă și de graduală încât să nu fie luată în calcul în deciziile firmelor și ale gospodăriilor, neafectându-le comportamentul economic” (Greenspan, 2002). Mai mult decât atât, Alan Blinder, un alt membru de seamă al conducerii Rezervei Federale, susținea că „stabilitatea prețurilor este starea în care cetățenii obișnuiți încetează să se mai gândească la inflație și să-și facă griji în legătură cu aceasta” (Blinder, 1998).

Obiectivul băncilor centrale privind menținerea stabilității prețurilor se referă la nivelul general al prețurilor din economie și implică evitarea atât a inflației prelungite, cât și a deflației. Stabilitatea prețurilor contribuie prin mai multe modalități la obținerea unor niveluri ridicate de activitate economică și de ocupare a forței de muncă, astfel că se poate vorbi despre o serie de avantaje ale acesteia:

- a) Stabilitatea prețurilor facilitează recunoașterea variațiilor la nivelul prețurilor relative, ținând seama de faptul că astfel de variații nu sunt eclipsate de fluctuațiile prețurilor la nivel global. Aceasta permite firmelor și consumatorilor să fie mai bine informați în adoptarea deciziilor privind consumul și investițiile, permițând o alocare mai eficientă a resurselor pe piață. Sprijinind piața în alocarea resurselor în domeniile în care acestea pot

fi utilizate cu maximă productivitate, stabilitatea prețurilor crește potențialul productiv al economiei.

- b) În cazul în care investitorii pot fi siguri de menținerea stabilității prețurilor în viitor, aceștia nu vor solicita nicio „primă de risc de inflație” pentru compensarea riscurilor asociate cu deținerea activelor nominale pe termen lung. Prin reducerea primelor de risc conținute în ratele reale ale dobânzii, politica monetară poate contribui la o alocare eficientă a resurselor pe piața de capital și astfel poate spori stimulentele necesare investițiilor, ceea ce susține prosperitatea economică.
- c) De asemenea, dacă menținerea stabilității prețurilor este plauzibilă, există șanse minime ca persoanele fizice și firmele să devieze resursele din sfera productivă pentru a se asigura împotriva inflației. De exemplu, în contextul unei inflații ridicate, agenții economici sunt stimulați să facă rezerve de bunuri reale, ținând seama de faptul că, în astfel de circumstanțe, acestea din urmă constituie o mai bună rezervă de valoare decât numerarul sau anumite active financiare. Totuși, teaurizarea bunurilor nu reprezintă o decizie investițională eficientă și prin urmare, împiedică creșterea economică.
- d) Fiscalitatea și sistemele de protecție socială pot crea stimulente greșite care distorsionează comportamentul economic. În majoritatea cazurilor, aceste distorsionări sunt accentuate de fenomenul inflației sau al deflației. Stabilitatea prețurilor elimină costurile economice reale generate în momentul în care inflația amplifică efectele distorsionate exercitate de sistemele fiscale și de protecție socială.
- e) Un mediu economic caracterizat prin prețuri stabile contribuie la menținerea coeziunii și stabilității sociale, întrucât stabilitatea prețurilor previne redistribuirea arbitrară și semnificativă a veniturilor și a prosperității, fenomen întâlnit atât în mediul inflaționist, cât și în cel cu trăsături deflaționiste. Diverse scenarii din secolul al XX-lea au demonstrat că ratele ridicate ale inflației sau deflației pot crea instabilitate politică și socială.
- f) Stabilitatea prețurilor poate contribui, de asemenea, la asigurarea stabilității financiare, deoarece elimină disfuncționalitățile și incertitudinile care apar la nivelul piețelor ca urmare a instabilității prețurilor. De exemplu, stabilitatea prețurilor reduce nivelul primelor de risc încorporate în ratele dobânzilor, întrucât scade gradul de incertitudine asociat inflației viitoare.

Personalități marcante ale Băncii Centrale Europene au formulat de asemenea propriile definiții ale stabilității prețurilor. Astfel, Otmar Issing a susținut că „stabilitatea prețurilor se referă la un nivel stabil al prețurilor agregate sau la un nivel redus al inflației” (Issing, 2003).

În viziunea lui Lucas Papademos, „stabilitatea prețurilor este definită ca acea stare a economiei în care nivelul general al prețurilor este stabil în sens strict sau în care rata inflației este atât de redusă și de stabilă, încât considerațiile referitoare la dimensiunea nominală a tranzacțiilor încetează să constituie un factor pertinent pentru deciziile economice” (Papademos, 2006).

Odată cu adoptarea Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene (Tratatul de la Lisabona, 2009), stabilitatea prețurilor a devenit un obiectiv al Uniunii Europene. Acest lucru se justifică din punct de vedere economic și reflectă învățămintele desprinse din experiențele anterioare, bazându-se pe teoria economică și pe cercetarea empirică, cea care demonstrează că, prin menținerea stabilității prețurilor, politica monetară contribuie semnificativ la bunăstarea generală, inclusiv la expansiunea activității economice și la creșterea gradului de ocupare a forței de muncă.

Tratatul nu prevedea însă și o definiție exactă a „stabilității prețurilor”. Astfel, în luna octombrie 1998, Consiliul guvernatorilor Băncii Centrale Europene a publicat o definiție cantitativă/explicită a stabilității prețurilor ca fiind „o creștere anuală mai mică de 2% a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) pentru zona euro”. Consiliul guvernatorilor a precizat, de asemenea, că stabilitatea prețurilor „trebuie menținută pe termen mediu”.

1.2. Instrumentele de politică monetară ale eurosistemului

Canalul prin care deciziile de politică monetară afectează economia în general și nivelul prețurilor în special este cunoscut sub denumirea de mecanism de transmisie. Acesta poate fi caracterizat prin decalaje temporale lungi, variabile și incerte. Astfel, este dificilă prezicerea efectelor exacte ale acțiunilor de politică monetară asupra economiei și asupra nivelului prețurilor.

În vederea îndeplinirii obiectivului fundamental de menținere a stabilității prețurilor, eurosistemul are la dispoziție un set de instrumente de politică monetară:

- operațiunile de piață monetară, care reprezintă instrumentul cel mai important. Acestea contribuie la: orientarea ratelor dobânzilor; gestionarea situației lichidității pe piața monetară și indicarea orientării politicii monetare.
- facilități permanente, care furnizează și absorb lichiditate *overnight*. Ratele dobânzilor aferente acestor facilități furnizează, în mod normal, o limită superioară și o limită inferioară pentru rata dobânzii *overnight* pe piața monetară.

Eurosistemul impune instituțiilor de credit să dețină rezerve minime obligatorii în conturile deschise la băncile centrale naționale. Scopul sistemului rezervelor minime obligatorii este stabilizarea ratelor dobânzilor pe piața monetară și crearea (sau amplificarea) unui deficit structural de lichiditate.

Măsuri neconvenționale

Mecanismul de transmisie a politicii monetare se referă la procesul care permite BCE să influențeze prețurile la nivelul întregii zone euro prin intermediul ratelor dobânzilor. Dacă acest mecanism este afectat de disfuncționalitățile

manifestate pe anumite segmente ale pieței, iar semnalul BCE nu este transmis în mod uniform în întreaga zonă euro, BCE poate interveni.

În perioadele caracterizate de tensiuni extraordinare pe piețele financiare, eurosistemul poate utiliza orice instrument care este compatibil cu Tratatul și care este necesar pentru îndeplinirea obiectivelor sale. Prin urmare, eurosistemul poate decide să abordeze aceste tensiuni recurgând la măsuri neconvenționale. Aceste măsuri fac parte din „instrumentarul” eurosistemului de implementare a politicii monetare, dar au, prin definiție, un caracter excepțional și temporar. În mod obișnuit, aceste măsuri vizează sectorul bancar, având în vedere dependența societăților din zona euro de finanțarea de către bănci (și nu de finanțarea prin piețele de capital). Exemple de măsuri neconvenționale pe care le poate adopta eurosistemul: furnizarea de lichiditate la rată fixă și cu alocare integrală, extinderea listei activelor eligibile drept garanții, furnizarea de lichiditate pe termen mai lung, furnizarea de lichiditate în valută, modificări ale ratei rezervelor minime obligatorii, achiziții simple de titluri de credit specifice.

Când furnizează fonduri sistemului bancar, o bancă centrală percepe o dobândă. În condițiile în care deține monopolul asupra emisiunii de monedă, banca centrală poate influența ratele dobânzilor pe termen scurt. Variația ratelor dobânzilor reprezentative:

- afectează, direct, băncile și ratele dobânzilor pe piețele monetare și, indirect, ratele dobânzilor active și pasive oferite de bănci clienților;
- influențează anticipațiile – iar anticipațiile privind variații la nivelul ratelor dobânzilor reprezentative afectează ratele dobânzilor pe termen mediu și lung;
- afectează prețurile activelor (de exemplu, cotațiile bursiere) și cursul de schimb. Variațiile înregistrate de cursul de schimb pot afecta direct inflația, de exemplu prin creșterea prețurilor bunurilor importate;
- influențează deciziile populației și companiilor privind economisirea și investițiile. De exemplu, majorarea ratelor dobânzilor tinde să descurajeze împrumuturile;
- afectează oferta de credite. De exemplu, majorarea ratelor dobânzilor poate îngreuna rambursarea împrumuturilor de către împrumutați. Băncile pot reduce volumul de fonduri pe care îl împrumută populației și companiilor, afectând atât consumul, cât și investițiile;
- determină fluctuații la nivelul cererii agregate și al prețurilor. Variațiile consumului și investițiilor vor influența nivelul cererii interne de bunuri și servicii în raport cu oferta internă;
- afectează oferta de credite destinate băncilor. Variațiile ratelor dobânzilor reprezentative pot afecta costul marginal suportat de bănci pentru a obține finanțare externă în diferite moduri, în funcție de nivelul de resurse proprii ale băncilor sau de capitalul acestora.

1.3. Strategia de politică monetară a Băncii Centrale Europene¹ - Abordarea bazată pe doi piloni

Obiectivul principal al băncilor centrale în general și al Băncii Centrale Europene în special este asigurarea menținerii stabilității prețurilor. Numeroase studii economice, cumulate cu decenii de experiență practică au arătat că o politică monetară orientată spre menținerea stabilității prețurilor pe termen lung contribuie cel mai mult la îmbunătățirea perspectivelor economice și la creșterea nivelului de trai al cetățenilor.

Cu scopul de a asigura o aplicare optimală a politicii sale monetare, BCE a adoptat o abordare specifică pentru a stabili caracterul și amploarea riscurilor asupra stabilității prețurilor în zona euro. În acest sens, BCE trebuie să realizeze o analiză amănunțită a evoluțiilor monetare și economice. Pentru a se asigura că toate informațiile relevante sunt luate în considerare, BCE a creat așa-numita „abordare bazată pe doi piloni”.

Abordarea BCE privind organizarea, evaluarea și coroborarea informațiilor relevante pentru evaluarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor se bazează pe două perspective analitice complementare, denumite cei doi „piloni”: analiza economică și analiza monetară.

Analiza economică vizează evaluarea factorilor care determină evoluția prețurilor pe termen scurt și mediu, punând accentul pe activitatea reală și pe condițiile financiare din economie. Această analiză ține seama de faptul că evoluțiile prețurilor pe termen scurt și mediu, sunt în mare parte influențate de interacțiunea dintre cerere și ofertă pe piața bunurilor, a serviciilor și a factorilor de producție.

În vederea realizării acestui demers, BCE revizuieste periodic: evoluțiile la nivelul producției globale; evoluția cererii și a condițiilor de pe piața forței de muncă; o gamă variată de indicatori de prețuri și costuri; politica fiscală și balanța de plăți pentru zona euro.

Exercițiile de proiecții macroeconomice elaborate de experții eurosistemului joacă un rol important în efectuarea analizei economice. Proiecțiile, întocmite sub responsabilitatea acestor experți, contribuie la structurarea și sintetizarea unui număr mare de date economice și asigură consecvența între diferite surse de date economice. În acest sens, proiecțiile reprezintă un element esențial în definitivarea evaluării perspectivelor economice și a fluctuațiilor pe termen scurt și mediu ale inflației într-un ritm apropiat tendinței sale.

¹ Abordarea generală a aplicării politicii monetare. Caracteristicile esențiale ale strategiei de politică monetară a BCE sunt reprezentate de definiția cantitativă a obiectivului primar privind stabilitatea prețurilor și de cadrul analitic bazat pe cei doi piloni – analiza economică și analiza monetară. De asemenea, strategia include principiile generale de aplicare a politicii monetare, cum ar fi orientarea pe termen mediu. Strategia constituie baza evaluării generale a riscurilor la adresa stabilității prețurilor și a deciziilor de politică monetară adoptate de Consiliul guvernatorilor. De asemenea, aceasta furnizează cadrul necesar pentru a explica publicului deciziile de politică monetară.

Prețurile activelor și randamentele financiare pot fi utilizate pentru furnizarea informațiilor privind anticipațiile inflaționiste de pe piețele financiare. De exemplu, la cumpărarea și vânzarea obligațiunilor, operatorii de pe piețele financiare își exprimă fără rezerve așteptările privind evoluțiile viitoare ale ratelor dobânzii și ale prețurilor. BCE utilizează tehnici variate pentru a analiza cursurile produselor financiare și pentru a extrage anticipațiile implicite ale piețelor privind evoluțiile viitoare ale prețurilor.

Analiza monetară se axează pe un orizont de lungă durată, valorificând legătura de lungă durată dintre masa monetară și prețuri. În principal, analiza monetară servește drept instrument de coroborare, din perspectiva unui orizont de timp mediu și lung, a semnalelor de politică monetară furnizate de analiza economică, pe termen scurt și mediu.

Abordarea bazată pe doi piloni a fost concepută pentru a se asigura faptul că nu se omite nicio informație relevantă în evaluarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și că se acordă o atenție adecvată diferitelor perspective și coroborării informațiilor în vederea formulării unei concluzii generale referitoare la aceste riscuri. Această abordare face cunoscut publicului principiul analizei diversificate și asigură existența unui proces decizional solid, întemeiat pe diferite perspective analitice.

În cadrul gamei de indicatori-cheie pe care îi monitorizează și îi analizează periodic, BCE acordă o importanță deosebită agregatelor monetare. Analiza creditului și a condițiilor de lichiditate permite BCE să privească dincolo de efectele temporare ale diverselor șocuri economice.

Analiza agregatului monetar, în sens larg M3, trebuie considerată din perspectiva pe termen mediu și lung. Scopul acesteia este de a readuce în atenția băncii centrale principiul fundamental potrivit căruia banca centrală reacționează la evoluțiile economice fără a pierde nicio clipă din vedere faptul că, pe perioade suficient de îndelungate, ritmul de creștere a masei monetare trebuie să fie compatibil cu obiectivul stabilității prețurilor. De asemenea, perspectiva monetară pe termen mediu și lung implică, prin natura ei, absența unei legături directe între evoluțiile monetare pe termen scurt și deciziile de politică monetară.

O astfel de analiză contribuie la o mai bună înțelegere a comportamentului agregatului M3, oferind și o perspectivă de ansamblu asupra condițiilor de lichiditate din economie și asupra consecințelor acestora în ceea ce privește riscurile la adresa stabilității prețurilor.

În cele din urmă, analiza masei monetare și a creditului poate indica, în anumite circumstanțe, informații preliminare cu privire la evoluția instabilității financiare. Asemenea informații prezintă relevanță pentru politica monetară, deoarece apariția dezechilibrelor financiare sau a „bulei” prețurilor la active ar putea exercita un efect destabilizator asupra activității economice și, în ultimă instanță, asupra prețurilor pe termen mediu.

Agregatul monetar M1 a fost definit ca fiind numerarul aflat în circulație, plus depozitele cu scadența la o zi (*overnight*). Agregatul monetar M2 include

agregatul M1, plus depozitele cu scadență de până la doi ani inclusiv și depozitele rambursabile cu preaviz de până la trei luni inclusiv.

Agregatul monetar M3 cuprinde agregatul monetar M2, plus contractele de report, unități și acțiuni ale fondurilor de piață monetară, precum și instrumentele de îndatorare cu scadența de până la doi ani inclusiv.

Capitolul 2

STABILITATEA FINANCIARĂ

2.1. Definirea stabilității financiare

Spre deosebire de stabilitatea prețurilor, pentru stabilitatea financiară nu a fost agreată la nivel internațional o definiție unanim acceptată. După cum afirmă Jaime Caruana (2005), „cu toate că beneficiem de un cadru bine structurat pentru discutarea și aplicarea politicii monetare, gândirea noastră în ceea ce privește stabilitatea financiară este mai puțin avansată”. În plus, sunt încă incerte căile care definesc un consens în privința rolului ce revine băncilor centrale în asigurarea acesteia, precum și a responsabilităților ce le revin. Preocuparea băncilor centrale în sensul susținerii stabilității financiare nu mai este de multă vreme o noutate.

Fără îndoială, pentru autoritățile responsabile cu elaborarea și implementarea măsurilor de politică monetară, stabilitatea financiară este esențială. Aceasta pentru că numai în condițiile unui sistem financiar stabil cu bănci solide și solvabile este posibil să se asigure transmiterea în condiții optime a deciziilor de politică monetară cu efecte finale pozitive asupra stabilității macroeconomice.

Într-un sens larg, stabilitatea financiară poate fi considerată situația în care sistemul financiar este capabil să atragă și să plaseze fonduri bănești în mod eficient și să reziste la șocuri fără a aduce prejudicii economiei reale. Din această perspectivă supravegherea prudentială este esențială.

Andrew Crockett (1997) consideră că stabilitatea financiară reprezintă situația în care performanțele economice nu sunt afectate de episoadele de volatilitate ale prețurilor activelor sau de incapacitatea instituțiilor financiare de a-și duce la îndeplinire obligațiile contractuale. Această aserțiune considera volatilitatea prețurilor activelor ca o sursă a instabilității financiare și argumentează că stabilitatea financiară există atâta timp cât sistemul financiar continuă să funcționeze normal, fără asistență externă.

O altă definiție a stabilității financiare, în sens mai restrâns, pune accent pe nevoia de evitare a crizelor. Astfel, stabilitatea financiară este considerată situația în care nu se produc crize bancare și în care se manifestă o anumită stabilitate a prețurilor activelor și a ratei dobânzii. Potrivit acestei definiții, politica monetară are un rol semnificativ pentru stabilitatea financiară, creându-se condiții favorabile producerii unor tensiuni între obiectivul fundamental al băncilor centrale, stabilitatea prețurilor și cel al stabilității financiare.

Bundesbank consideră stabilitatea financiară o stare de echilibru în care sistemul financiar îndeplinește funcțiile sale de bază, cum ar fi alocarea eficientă a resurselor, diversificarea riscurilor, facilitarea plăților și este capabil să continue îndeplinirea acestor funcții-cheie chiar și în prezența unor șocuri, situații de stres financiar sau în cadrul unei perioade cu modificări structurale profunde.

O viziune similară are și Banca Angliei, care definește obiectivul stabilității financiare ca fiind necesitatea asigurării rezilienței sistemului financiar, condiție esențială pentru o ofertă stabilă de servicii financiare economiei reale pe toată perioada ciclului de credit.

O definiție¹ și mai cuprinzătoare aparține Băncii Centrale Europene, care definește stabilitatea financiară ca o condiție în care sistemul financiar – cuprinzând intermediarii financiari, piețe și infrastructura financiară – este capabil să absoarbă șocurile financiare, atenuând probabilitatea unor perturbări în procesul de intermediere financiară, care sunt suficient de severe pentru a deteriora alocarea economisirilor către oportunitățile de investiții.

BCE și SEBC/eurosistemul au ca obiectiv principal menținerea stabilității prețurilor. În același timp, eurosistemul urmărește menținerea stabilității financiare. Cele două obiective sunt în general corelate pozitiv. Stabilitatea prețurilor este o condiție necesară a stabilității financiare, care în schimb este esențială pentru transmiterea eficientă a politicii monetare. Turbulențele grave de pe piețele financiare, care perturbă procesul de intermediere și amenință stabilitatea sistemului financiar, sunt susceptibile de a avea consecințe negative pentru activitatea economică și stabilitatea prețurilor.

Când este evaluat rolul băncii centrale în susținerea stabilității financiare, este important să se facă distincția între o schimbare a orientării politicii monetare, de exemplu o schimbare a ratei de politică monetară și managementul lichidității care urmărește diminuarea impactului șocurilor asupra pieței monetare interbancare, astfel încât să îi asigure funcționarea normală și transmiterea eficientă a impulsurilor de politică monetară asupra economiei.

Această distincție este esențială pentru a înțelege mai bine rațiunea politicilor promovate de BCE - diferitele măsuri luate, fie ele standard sau neconvenționale - care au vizat contracararea efectelor crizei asupra sistemului financiar, activității economice și stabilității prețurilor. La mai bine de un an de la debutul tumultului pe piețele financiare. Combinația nefavorabilă dintre persistența și creșterea riscurilor inflației, pe de o parte și tensiunile semnificative de pe piețele financiare și riscurile la adresa stabilității, pe de altă parte, au evidențiat că este nevoie de separarea politicii monetare de gestionarea lichidității.

Politica monetară a fost astfel definită astfel încât să fie atins obiectivul principal al băncii centrale – menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu. Gestionarea lichidității urmărea atenuarea presiunilor de pe piața monetară și a tensiunilor de pe piețele financiare.

¹ Raportul asupra stabilității financiare din anul 2007 - Banca Centrală Europeană

Odată cu colapsul Lehman Brothers, criza a intrat într-o nouă fază: s-a intensificat puternic și brusc, a cuprins toate sectoarele economiei și s-a extins la nivel global, afectând deopotrivă economiile dezvoltate, emergente și în curs de dezvoltare. Aversiunea față de risc a crescut dramatic și încrederea a scăzut, așa cum arată unii indicatori, au crescut tensiunile la nivelul sistemului bancar, piața monetară a devenit disfuncțională și activitatea economică la nivel mondial a scăzut semnificativ însoțită de o scădere bruscă a comerțului mondial și de o scădere semnificativă a prețurilor materiilor prime.

Deteriorarea bruscă și substanțială a condițiilor pe piețele financiare și a mediului macroeconomic a schimbat perspectivele privind stabilitatea prețurilor și riscurile inflaționiste. În același timp, riscurile asociate stabilității financiare au crescut.

Calendarul de punere în aplicare a unei strategii de ieșire din criză depindea în mod clar, în primul rând, de perspectivele privind stabilitatea prețurilor, parțial legată de ritmul de redresare economică și de revenirea la normalitate a piețelor financiare.

2.2. Perspectivele macro și microprudențiale puse în slujba asigurării stabilității financiare

Încă de la momentul apariției sale, noțiunea de macroprudențialitate s-a referit la utilizarea instrumentelor de prudențialitate pentru atingerea obiectivului de stabilitate a sistemului financiar în ansamblu, nu în mod necesar a fiecărei instituții individuale. Desigur, multe dintre aceste instrumente mergeau mână în mână cu reglementarea și supravegherea instituțiilor individuale.

În aceste condiții, principala provocare era și am putea spune că va continua să fie mult timp de acum înainte, asigurarea unui echilibru între folosirea acestor instrumente, nu în ultimul rând ținând ca obiectiv reunirea celor două perspective, micro și macroprudențiale (*marrying the micro and macroprudential dimensions of financial stability*).

Dacă ne imaginăm o discuție în cadrul căreia interlocutorii cred că împărtășesc aceleași idei, dar de fapt, nu este deloc așa, în mod inevitabil, consecința va fi că discuția va tinde să capete un alt sens decât cel anticipat inițial. Același lucru se întâmplă în cazul dezbaterilor legate de dimensiunile micro și macroprudențiale ale stabilității financiare.

De aceea, distincția dintre cele două este cel mai bine pusă în lumină prin prisma obiectivelor avute în vedere și prin cea a modelului utilizat pentru descrierea riscului și doar într-o măsură mai mică de instrumentele folosite pentru atingerea acestor obiective. Sintetizând:

	Perspectivă macroprudențială	Perspectivă microprudențială
Obiectiv imediat	Limitarea problemelor la nivel de sistem sistem financiar bancar în ansamblu	Limitarea problemelor la nivelul fiecărei instituții de credit
Obiectiv final	Evitarea costurilor legate de instabilitatea financiară	Protejarea investitorilor și a deponenților
Model de risc	Endogen (dependent de comportamentul colectiv)	Exogen (independent de comportamentul colectiv)
Corelarea și expunerea la șocuri comune între instituții	Importantă	Irelevantă
Calibrarea controalelor prudențiale	<i>Top-down</i> , se urmărește riscul sistemic	<i>Bottom-up</i> , se urmărește riscul idiosincratic

Cu alte cuvinte, obiectivul macroprudențialității poate fi definit ca fiind limitarea exceselor financiare la nivel de sistem, întrucât acestea ar putea să se repercuteze asupra economiei reale prin costuri viitoare exagerate. Autoritățile competente trebuie să folosească instrumentele pe care le au la dispoziție pentru a limita pierderile așteptate rezultate dintr-o astfel de evoluție, fiind totodată conștiente că expunerile frecvente ale instituțiilor financiare și ale participanților din piață pot intensifica ciclul financiar și economic în ambele sensuri. Mai mult decât atât, expunerile frecvente mai înseamnă de asemenea și că autoritățile se confruntă cu problema numită „*fallacy of composition*” – ceea ce este adecvat pentru un participant din piață poate de fapt să intensifice problemele la nivel de sistem.

În aceste condiții, o atenție deosebită este acordată anumitor caracteristici ale fiecărei instituții care determină semnificația acestora pentru economie, de exemplu mărimea .

Pe de altă parte, obiectivul microprudențialității rezidă în limitarea probabilității de a greși/de a da faliment a instituțiilor individuale; mai exact, implică o preocupare atentă față de starea de sănătate a fiecărei instituții financiar-bancare luată individual.

De exemplu, pentru a pune în lumină diferența dintre cele două abordări, ne putem imagina că sistemul financiar este un portofoliu de titluri de valoare, reprezentate de fiecare instituție în parte. Perspectiva macroprudențială va fi interesată de performanța întregului portofoliu, în timp ce din viziune microprudențială se va acorda o performanță egală fiecărui titlu component.

Tensiunea dintre cele două perspective, micro și macroprudențiale este evidentă atât în ceea ce privește măsurarea riscurilor, cât și legat de rezultatul comportamentului individual al jucătorilor de pe piață.

Cât privește măsurarea riscurilor, agenții economici și piețele par destul de raționali atunci când evaluează riscul relativ asociat instrumentelor, debitorilor și

contrapartidelor, însă le este cu mult mai dificil să evalueze riscul asociat ciclului financiar. Aceasta ar presupune o înțelegere mult mai sofisticată a corelațiilor economico-financiare și a evoluțiilor lor în timp. Aceasta înseamnă că din punctul lor de vedere, riscul are un caracter exogen.

În general percepția este că riscurile se amplifică în perioade de recesiune și se diminuează în perioade de boom. Dimpotrivă însă poate ar fi mult mai utilă sau chiar mai apropiată de realitate, abordarea potrivit căreia riscurile sporesc în perioade de creștere economică, pe măsură ce se dezvoltă dezechilibrele financiare, materializându-se în recesiune.

Cât privește perspectiva macroprudențială, aceasta susține ideea că un rol esențial îl are rezultatul comportamentelor individuale considerate agregat, mai exact: ceea ce pare rațional la nivelul fiecărei entități luate separat, se poate transforma în rezultate nedorite pentru sistem în ansamblu, generate de acțiunea colectivă, adică de un risc endogen.

Urmând aceleași principii, cadrul de reglementare și supraveghere, inclusiv stabilirea controalelor prudențiale, vor fi diferite din punct de vedere micro, respectiv macroprudențial. Astfel, microprudențialității îi este proprie abordarea *bottom-up*, care se identifică urmării instituțiilor luate individual, în timp ce politica macroprudențială se concentrează asupra întregului sistem financiar, cu alte cuvinte, are o abordare *top-down*.

Consecințele multiple ale instabilității financiare sunt rezultatul a trei factori seculari:

1. liberalizarea pieței bunurilor și a serviciilor, care, împreună cu progresele tehnologice și cu transferul tehnologic către „giganți” precum China și India, au creat presiune dezinflaționistă globală o perioadă îndelungată;
2. liberalizarea piețelor financiare, care de asemenea împreună cu progresele tehnologice au creat premise favorabile dezvoltării unui optimism aparent „justificat”, favorabil expansiunii creditării și alocării eficiente a resurselor, dar care avea să se transforme într-unul generator de dezechilibre;
3. băncile centrale s-au concentrat pe obiectivul de limitare a ritmului de creștere a prețurilor bunurilor și serviciilor indiferent de alte evoluții pe termen scurt.

Un aspect important de menționat ar fi acela că în continuare este necesar să fie promovate standardele și bunele practici de microprudențialitate. Dacă instituțiile individuale sunt bine conduse, dacă piețele funcționează eficient și dacă infrastructura sistemului financiar este puternică, atunci incidentele financiare majore vor fi mai puțin frecvente și cu costuri mai reduse.

Din punct de vedere macroprudențial accentul trebuie pus pe acele părți ale sistemului capabile să genereze efecte și pe alte segmente. Mai exact, băncile, ca furnizori de lichiditate în sistem, sunt mai importante decât companiile de asigurări.

După aceeași logică, marile companii financiare trebuie să fie mai atent monitorizate decât firmele mai mici a căror prăbușire ar fi mult mai ușor absorbită, fără implicații sistemice.

Și nu în ultimul rând, este crucial ca piețele să continue să funcționeze în orice circumstanțe, ceea ce nu va fi posibil decât printr-o intensificare a supravegherii în contextul unui cadru macroprudențial.

Un lucru este sigur: pentru a ne întări liniile de apărare împotriva instabilității financiare trebuie cu siguranță să consolidăm orientarea macro-prudențială a cadrului general de reglementare și supraveghere. Această schimbare de perspectivă s-a simțit din ce în ce mai puternic în ultimii ani și cel mai probabil va continua.

Realitatea este că încă nu au fost descoperite cele mai eficiente instrumente de politică macroprudențială. Poate că dacă ar fi existat și s-ar fi aplicat, costurile actualei crize financiare ar fi fost cu mult mai reduse pentru economia reală. Un lucru este totuși sigur: consolidarea abordării macro-prudențiale va implica obligatoriu o colaborare mult mai strânsă între autoritățile de supraveghere și băncile centrale. Evident mai este mult de învățat/de cercetat despre cum interacționează politica monetară cu cea prudențială și cum se pot susține reciproc cel mai bine.

2.3. Raportul dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară

Punctul de vedere convențional al relației dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară consideră inflația ca fiind principala sursă de instabilitate financiară. Experiențele anterioare par să confirme această opinie, deoarece majoritatea perioadelor de instabilitate financiară severă și de crize la nivelul sectorului bancar au coincis fie cu perioade de rate înalte ale inflației sau chiar de inflație galopantă, fie cu intervale marcate de recesiune în urma adoptării de către autorități a unor măsuri inadecvate de temperare a fenomenului inflaționist. Totodată, potrivit aceleiași abordări, convingerea larg răspândită este că ambele tipuri de stabilitate se susțin și se potențează reciproc pe termen lung. Unii specialiști consideră stabilitatea prețurilor o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare, în timp ce alții o văd ca pe o condiție necesară.

Pe de altă parte, în economiile actuale, odată cu stabilizarea inflației la niveluri reduse, se impune reevaluarea atentă a raportului dintre stabilitatea prețurilor și cea financiară, deoarece s-a dovedit că stabilitatea financiară de durată nu este pe deplin garantată de o inflație redusă.

Într-o asemenea conjunctură a luat naștere una dintre preocupările cele mai stringente ale specialiștilor zilelor noastre și anume dacă banca centrală poate să asigure concomitent, prin instrumentele pe care le are la dispoziție, atât stabilitatea prețurilor, cât și pe cea financiară. Un mix optim între cele două tipuri de stabilitate ar putea constitui obiectivul adecvat al băncii centrale cu condiția ca responsabilitățile să fie repartizate corespunzător, iar instrumentele aflate la dispoziția instituției să permită urmărirea într-o manieră consistentă a acestuia.

Când rata inflației se situează la niveluri care depășesc ținta stabilită, băncile centrale sunt nevoite să practice o politică monetară restrictivă, materializată prin rate ridicate ale dobânzii, volum substanțial al absorbției de lichiditate, dacă există excedent de lichiditate pe piața monetară și/sau aprecierea cursului de schimb. Dar, toate aceste măsuri pot fi puse în practică doar dacă sistemul financiar este suficient de solid, în caz contrar existând riscul generării unor crize bancare și/sau valutare. Astfel, se poate spune că eficacitatea politicii monetare este condiționată de existența unui grad ridicat de stabilitate financiară, banca centrală neputând să facă abstracție de aceasta, chiar dacă stabilitatea financiară nu este definită ca obiectiv explicit în statut.

O situație deosebit de delicată privește conduita dezirabilă a politicii monetare în cazul în care inflația se află sub control pe orizontul de țintire, dar se observă accentuarea unor dezechilibre financiare sau macroeconomice. Se impune ca autoritățile să adopte măsuri adecvate de politică economică, altminteri ar contribui la acutizarea acestor dezechilibre, ceea ce ar avea ca efect fie izbucnirea unei crize, fie costuri economice mult mai mari presupuse de o intervenție ulterioară, într-o fază mai acută a evoluției problemelor financiare sau macroeconomice.

Experiența ultimelor decenii a reliefat că și în condiții de stabilitate a prețurilor nu există garanția unei stabilități a sistemului financiar, între cele două tipuri de stabilitate putând să apară anumite tensiuni. În asemenea condiții, devine imperativ ca în elaborarea politicii lor, băncile centrale să urmărească inclusiv asigurarea stabilității financiare.

O provocare pentru politica monetară actuală, pe termen scurt și mediu constă așadar în a găsi un echilibru între capacitatea de a răspunde eficient și în timp util riscurilor care amenință stabilitatea prețurilor pe măsură ce economia își revine din criză, iar condițiile de piață se normalizează (pe de o parte) și reducerea proporțională a măsurilor de sprijin, mai ales a celor neconvenționale, care au fost implementate pentru a diminua efectele adverse ale crizei asupra sistemului bancar și asupra anumitor segmente de piață financiară, pe de altă parte.

În cele din urmă, tocmai pentru că o criză este un fenomen foarte complex, politica de răspuns la aceasta nu poate să se bazeze pe un singur instrument de intervenție sau pe o singură autoritate. Este nevoie de eforturi concertate și cooperare între toate băncile centrale, autorități de supraveghere și reglementatori pentru prevenirea eficientă a crizelor, în acest sens fiind de luat în considerare provocările ce se întrevăd pentru perioadelor următoare.

Accentuarea complementarității dintre stabilitatea prețurilor și cea financiară este strâns legată de fenomenul globalizării economice și în particular de eliminarea restricțiilor din calea liberei circulații a capitalurilor. În contextul deschiderii economiilor naționale, stabilitatea financiară a devenit o componentă extrem de importantă a stabilității macroeconomice, fluxurile de capital exploatând vulnerabilitățile sistemului financiar pentru a sancționa cu promptitudine erorile și inconsistențele din politica economică.

Concluzii

Experiența a arătat că politica monetară poate influența evoluțiile prețurilor numai cu un decalaj considerabil, care variază și, la fel ca majoritatea relațiilor economice, prezintă un grad ridicat de incertitudine. Variabilele reale din economie nu pot fi influențate durabil prin intermediul politicii monetare, în ciuda impactului pozitiv al acesteia asupra stabilității prețurilor. În acest context, este imposibil pentru orice bancă centrală să mențină permanent inflația la un anumit nivel-țintă sau să o readucă la nivelul dorit într-o perioadă foarte scurtă. Politica monetară trebuie să acționeze într-o manieră anticipativă și ea poate menține stabilitatea prețurilor numai pe perioade mai îndelungate. O politică monetară de succes, implică îndeplinirea mai multor condiții:

- pentru ca mecanismul său de transmisie să fie funcțional, este nevoie de piețe monetare care să funcționeze în mod corespunzător. Un mecanism eficient depinde de comportamentul băncilor și de intenția acestora de a asigura schimburi fluide de lichiditate pe piața interbancară. Piețele monetare afectate de disfuncționalități pot reduce influența politicii monetare asupra perspectivei privind stabilitatea prețurilor;

- măsurile de politică monetară trebuie să aibă un caracter anticipativ și preventiv. Modificările de politică adoptate în prezent vor influența nivelul prețurilor numai după mai multe trimestre sau mai mulți ani. Astfel, o bancă centrală trebuie să se asigure că impactul deciziilor și acțiunilor sale din prezent va menține stabilitatea prețurilor în viitor;

- pentru a evita activismul excesiv și introducerea unei volatilități inutile în cadrul economiei reale, este necesară o orientare pe termen mediu a politicii monetare. Aceasta nu poate preveni un anumit grad de volatilitate pe termen scurt la nivelul ratelor inflației, cauzat, de exemplu, de variațiile consemnate de prețurile materiilor prime pe plan internațional;

- politica monetară ar trebui să ancoreze în mod ferm anticipațiile privind inflația. În acest scop, o bancă centrală ar trebui să își precizeze clar obiectivul, să elaboreze și să aplice o metodă consecventă și sistematică în ceea ce privește conduita politicii monetare și să comunice clar și deschis. Toate acestea contribuie la credibilitatea băncii, lucru esențial pentru a influența anticipațiile companiilor și populației;

- politica monetară trebuie să aibă un caracter generalizat și să țină seama de toate informațiile relevante pentru a înțelege factorii care afectează economia.

Prin prezentarea acestei paralele între cele două noțiuni fundamentale și de mare actualitate, mai ales în condițiile modului agresiv de propagare a actualei crize financiare, studiul a urmărit să evidențieze faptul că stabilitatea financiară a căpătat o nouă dimensiune, ce implică o abordare macroprudențială, cu luarea în considerare a interdependențelor dintre economia reală, piețele financiare și

instituțiile publice. Totodată, obiectivul fundamental al băncii centrale trebuie să rămână stabilitatea prețurilor, fără a se impune o revizuire în acest sens în direcția stabilității financiare. Aceasta și pentru că banca centrală îndeplinește un rol natural în domeniul stabilității financiare, ce derivă din însăși caracteristicile fundamentale ale acestui tip de instituție. Acest rol natural se regăsește fără îndoială și în mandatul Băncii Naționale a României, putându-se vorbi de mai multe argumente care pledează în favoarea definirii acestui rol intrinsec: a) banca centrală este unicul furnizor de mijloace de plată legale, fiind așadar implicată intens în organizarea și funcționarea sistemului național de plăți; b) banca centrală are un interes major ca sistemul bancar să fie solid și viabil, deoarece politica sa monetară se transmite și își poate atinge obiectivele numai prin intermediul acestuia; c) prin raportul existent între masa monetară și baza monetară, emisă de banca centrală se manifestă o conexiune intrinsecă între stabilitatea financiară și banca centrală.

Identificarea cu acuratețe a vulnerabilităților ce trebuie corectate și calibrarea adecvată a răspunsului de politică economică sunt esențiale pentru menținerea și consolidarea stabilității financiare, fără a neglija obiectivul fundamental al băncii centrale, menținerea stabilității prețurilor pe termen lung.

Bibliografie

- Cerna Silviu, Donath Liliana, Șeulean Victoria** – *Stabilitatea financiară*, Editura Universității de Vest, 2008.
- Piet Clement** - BIS Quarterly Review „*The term “macroprudential”: origins and evolution”*”, martie 2010.
- Vitor Constancio** – discurs: *Financial Stability: Measurement and policy*, în cadrul conferinței de stabilitate financiară, Frankfurt, iunie 2012.
- Mario Draghi** – discurs: *Europe and the euro – a family affair* la conferința “Europe and the euro – a family affair”, Berlin, 16 septembrie 2013.
- Dieter Gerdesmeier** – *Stabilitatea prețurilor: de ce este importantă?*, lucrare editată de Banca Centrală Europeană, 2011
- Stefan Gerlach** – discurs: *Macroprudential policy in Ireland*, în cadrul conferinței “Reform in the aftermath of the crisis”, Limerick, septembrie 2013.
- Mugur Constantin Isărescu** – *Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare*, Editura Academiei Române, 2009; Rolul politicii monetare în mixul de politici macroeconomice – disertație Timișoara 2012; *Viitorul sistemului bancar internațional*, expunere susținută cu ocazia Conferinței anuale a Clubului de la Roma, București, 02 octombrie 2012; *Spre o nouă strategie de politică monetară: țintirea directă a inflației*, Craiova, 2003.
- Yves Mersch** – discursul: *The future of global policy coordination* în cadrul evenimentului „The 6th Policy Roundtable of the European Central Bank”, 6 septembrie 2013; discursul „*Financial Stability Policies in a Post-Crisis World*”, Cehia, martie 2013.
- Lucas Papademos** – discurs: *Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment*, conferință organizată de către Banca Națională a Austriei, Viena, 14 mai 2009.
- Rapoarte asupra stabilității financiare 2009-2012 – Banca Națională a României.
Rapoarte asupra inflației 2010-2012 - Banca Națională a României.
Regional Seminar on Financial Stability - Banca Națională a României, Sinaia, septembrie 2008.

Codul seriei

ISSN 1222-5401



Codul volumului

ISBN 973-159-168-0

