



ACADEMIA ROMÂNĂ

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE  
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 432-433

Colectia  
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria  
*Probleme  
economice*

**REFORMA GUVERNANȚEI  
ECONOMICE EUROPENE:  
CE POATE  
ȘI CE NU POATE FACE  
BANCA CENTRALĂ  
ÎN ACTUALUL  
CONTEXT EUROPEAN**

Gabriela MIHAILOVICI

ISBN 978 - 973 - 159 - 174- 2



Centrul de Informare și Documentare Economică



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

**REFORMA GUVERNANȚEI  
ECONOMICE EUROPENE:  
CE POATE ȘI CE NU POATE FACE  
BANCA CENTRALĂ ÎN ACTUALUL  
CONTEXT EUROPEAN**

Gabriela MIHAILOVICI



**Centrul de Informare și Documentare Economică**



**PROBLEME ECONOMICE**  
**Săptămânal economic al Institutului Național de Cercetări Economice**  
**„Constantin C. Kirițescu”**  
**Centrul de Informare și Documentare Economică**  
**- colegiul editorial -**

prof. dr. Valeriu IOAN-FRANC,  
drd. Aida SARCHIZIAN,  
Nicolae LOGIN,  
Paula NEACȘU,  
Mircea FĂȚĂ

---

---

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ  
REDACTOR-ȘEF - VALERIU IOAN-FRANC  
SECRETAR GENERAL DE REDACȚIE - AIDA SARCHIZIAN

---

Redactor: DORINA GHEORGHE  
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: Luminița LOGIN

---

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,  
cod poștal 76 117, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32  
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 5 - 72

---

Materialele cuprinse în acest buletin 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 - 978-973-159-174-2

# Cuprins

Rezumat .....	5
Introducere.....	7
1. Reforma guvernancei economice europene.....	9
1.1. <i>Cadrul integrat financiar:</i> .....	13
1.2. <i>Cadrul integrat bugetar</i> .....	16
1.3. <i>Cadrul integrat al politicii economice</i> .....	18
1.4. <i>Legitimite democratică și o responsabilizare consolidate</i> .....	21
2. Ce poate și ce nu poate face banca centrală în noul context al reformei guvernancei europene .....	22
2.1. <i>Prevenirea crizei</i> .....	22
2.2. <i>Managementul crizei</i> .....	25
2.3. <i>Rezoluția crizei</i> .....	28
3. Concluzii .....	29
NOTE.....	30
BIBLOGRAFIE.....	33



## Rezumat

Acest studiu își propune să descifreze reforma guvernantei economice europene la care lucrează intens toate statele membre ale Uniunii Europene, sub coordonarea și în strânsă consultare cu instituțiile europene aferente. Scopul studiului este acela de a arăta că, deși guvernanta economică europeană este un amestec de instrumente și mecanisme sofisticate, complexe și uneori chiar birocratice, aceasta poate reprezenta o mare oportunitate în favoarea reformelor, pentru a crea o economie europeană puternică pe termen lung.

Mesajul principal al studiului este următorul: proiectul Uniunii Europene este încă un șantier în lucru care are nevoie de timp pentru a definitiva construcția simultană a celor patru piloni esențiali: uniunea monetară, uniunea economică, uniunea financiară și uniunea politică. În condiții de criză și sub auspiciile unei reforme fără precedent de adâncire a Uniunii Economice și Monetare, banca centrală poate face *anumite* lucruri, respectiv politica monetară poate juca un rol critic în calmarea presiunilor de pe piețele financiare și, poate „cumpăra” timp pentru ca decidenții din alte domenii ale politicilor macroeconomice să intervină cu măsuri de ajustare și reformă, dar sigur nu se poate substitui acestor politici, mai ales pe un orizont de timp mediu și lung.

Analiza se oprește la câteva aspecte particulare: (i) în prima parte, descrie reforma guvernantei economice care are loc în cadrul Uniunii Europene, din trei perspective: perspectiva politică - pentru a arăta voința și determinarea actorilor politici-, perspectiva politicilor economice - pentru a arăta faptele concrete și rezultatele implementării deciziilor politice - și, perspectiva legislativă - pentru a arăta transpunerea în format juridic atât a deciziilor politice cât și a acțiunilor implementare deja sau în curs de implementare; (ii) în partea a doua, este detaliat fiecare din pilonii esențiali ai reformei guvernantei economice europene care vizează, pe termen lung, adâncirea Uniunii Economice și Monetare: cadrul integrat financiar, cadrul integrat bugetar, cadrul integrat al politicilor economice și legitimitatea democratică; (iii) în partea a treia, sunt identificate și discutate trei aspecte importante pe care literatura de specialitate le-a consacrat analizei rolului băncii centrale în prevenirea, managementul și rezoluția crizei, în încercarea de a răspunde la o întrebare care frământă în prezent atât cercetătorii cât și bancherii centrali europeni și americani: ce poate și ce nu poate face o bancă centrală în condiții de criză? iar, (iv) în final, câteva concluzii încheie pledoaria în favoarea acordării unui mandat cât mai largit Uniunii Europene capabil să acopere toate ariile de integrare: uniunea monetară, uniunea fiscală, uniunea

bancară și uniunea politică, adică obiectivul pe termen lung al celui mai mare proiect european postbelic.

*Cuvinte-cheie:* guvernarea economică europeană, cadrul integrat financiar, cadrul integrat bugetar, cadrul integrat de politici economice, coordonarea politicilor economice, legitimitate democratică și răspundere, uniunea monetară, uniunea bancară, uniunea fiscală, uniunea economică, uniunea politică.

## Introducere

Integrarea europeană este cel mai ambițios proiect european după cel de-al doilea război mondial. Construirea, graduală, în timp, a Uniunii Europene a arătat, în esență, disponibilitatea șefilor de stat și de guvern din cele mai puternice țări europene de a renunța la o parte din idealurile naționale de identitate și suveranitate în favoarea unor idealuri comune, europene. Iar beneficiile nu au încetat să apară: Europa traversează aproape 70 de ani de pace, libertate și prosperitate, măsurate prin nașterea unei a treia generații consecutive de locuitori care nu cunoaște, decât eventual din povești, tragediile celor două generații anterioare, zdrobite de atrocitățile incomensurabile ale ultimelor două conflagrații mondiale întâmplare pe teritoriul european; poate acesta să fie un semn că principalii actori politici au învățat lecțiile amare ale conflictelor mondiale, iar deschiderea spre negociere și dialog să fie de bun augur pentru construirea unui proiect european de lungă durată.

Viziunea pe termen lung a uniunii monetare a fost vizibilă încă din 1969, când șefii de stat și de guvern din Comunitatea Europeană au decis, la Haga, pregătirea unui plan de acțiune pentru fondarea Uniunii Economice și Monetare, concretizat, în octombrie 1970, în celebrul raport al grupului de lucru condus de Pierre Werner, prim-ministru și ministru de finanțe luxemburghez (Isărescu<sup>1</sup>, 2013); mai târziu, în 1989 în raportul lui Jacques Delors strategia devenea destul de clară: uniunea monetară trebuia să coabiteze cu uniunea economică, dar la un stadiu ulterior expansiunii uniunii monetare. Evenimentele de natură geopolitică (căderea comunismului în sud-estul Europei, la sfârșitul anului 1989) au precipitat dezvoltarea uniunii monetare: graba cu care s-a negociat și semnat Tratatul de la Maastricht, care a reprezentat baza legală a creării Uniunii Economice și Monetare, denotă presiunea exercitată de factorul politic asupra rațiunii economice și arată că, într-un timp relativ scurt, statele fondatoare s-au putut mobiliza pentru a ajunge la un compromis politic și istoric care a avut rezultat palpabil - Uniunea Economică și Monetară.

Dar, realitatea economică a devenit imediat vizibilă în sensul că, fondarea zonei euro a adus laolaltă state cu politici, viziuni și discipline bugetare foarte diverse, ceea ce a făcut practic imposibilă existența unei autorități fiscale unice și, ca urmare, impunerea și aplicarea unor reguli fiscale stricte încă de la început. Situația a funcționat în parametrii normali atâta vreme cât toate statele membre ale zonei euro aveau acces la finanțarea de pe piețele internaționale la costuri reduse, de regulă sub sau comparabile cu rata dobânzii de politică monetară a băncii centrale a Germaniei – considerată, tradițional, cea mai mică; pe de altă parte, nici piețele financiare,



respectiv sectorul privat care credita aceste țări și, nici șefii de stat și de guvern din statele zonei euro din ultimele două decenii și jumătate nu a fost interesați să evalueze cu adevărat situația fiscal-bugetară a țărilor lor, deoarece aveau certitudinea aderării la un club cu rating maxim - zona euro; ca urmare, atât guvernele naționale cât și sectorul privat au acumulat sume (uneori) uriașe pe partea datoriei suverane, respectiv a datoriei private. Până la momentul în care sectorul bancar al zonei euro - care cunoscuse între timp un grad mare de integrare și de globalizare financiară - a fost atins serios de criza derivatelor din SUA, iar vulnerabilitățile nu au întârziat să iasă la suprafață: pe de o parte, avem vulnerabilitățile interne ale zonei euro, rezultate din slăbiciunile modelului instituțional inițial al Uniunii Economice și Monetare, în special din lipsa unor instrumente care să rezolve în mod sistematic dezechilibrele macroeconomice la nivel european; iar pe de altă parte, avem vulnerabilitățile externe ale zonei euro, respectiv gradul, uneori exorbitant, de financiarizare a economiilor naționale, respectiv dominanța sectorului financiar în modelul de creștere economică. Ca urmare, reforma guvernantei economice europene a devenit proiectul cu cea mai mare anvergură la nivelul Uniunii Europene, atât din perspectivă internă – în scopul consolidării și adâncirii Uniunii Economice și Monetare - cât și din perspectivă externă – în scopul ruperii cercului vicios dintre sectorul bancar și stat. Faptul că la întâlnirea șefilor de stat și de guvern din luna iunie 2012 (Consiliul European)<sup>2</sup> au fost deciziți pașii pentru adâncirea Uniunii Economice și Monetare (prin: implementarea uniunii bancare, reglementată și supravegheată în comun, la nivel european, de către Banca Centrală Europeană, apoi de către o autoritate care va avea dreptul să rezolve situația băncilor cu probleme și, în paralel, de către o a treia autoritate care va permite recapitalizarea băncilor în certe condiții bine definite) a fost considerat un semnal politic major: statele membre ale uniunii monetare au fost de acord să împartă responsabilitatea politică și economică a uniunii bancare și astfel, implicit, a uniunii fiscale, făcând, în paralel, pasul către uniunea politică. Altfel spus, liderii politici ai statelor membre, indiferent de ideologia doctrinară pe care o servesc, au acordat Uniunii Europene un mandat lărgit, capabil să acopere toate cele patru tipuri de uniuni menționate anterior: uniunea monetară, uniunea fiscală, uniunea bancară și uniunea politică. Așa cum istoria uniunilor monetare de pe continentul european a dovedit de-a lungul timpului, dacă există suficientă determinare și voință politică din partea marilor puteri, Uniunea Europeană are șansa, și de data aceasta, să iasă din această criză nu numai cu o monedă unică puternică, dar și cu instituții europene consolidate și cu o guvernare economică europeană adâncită.

În cele ce urmează voi descrie cele patru elemente fundamentale ale reformei guvernantei economice europene, după care voi detalia, separat, fiecare element în parte.

# 1. Reforma guvernantei economice europene

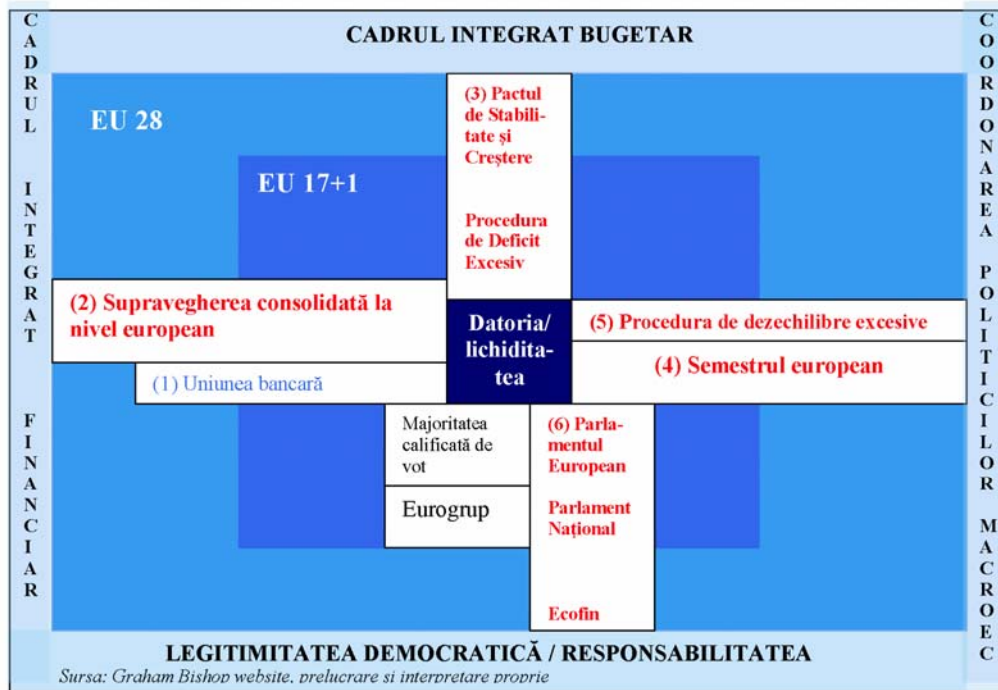
Uniunea Economică și Monetară care Europa a adoptat-o la începutul anilor '90 s-a bazat pe o uniune monetară lărgită, dar incompletă, ancorată de o monedă unică (euro) și de o bancă centrală comună (Banca Centrală Europeană), fără însă a include o uniune virtuală economică, respectiv fără o uniune fiscală, o uniune bancară, o guvernanta comună a instituțiilor europene și o coordonare de facto a politicilor economice structurale comune, la nivel european. Arhitecții Uniunii Economice și Monetare au gândit acest proiect în speranța că uniunea economică va rezulta ca o consecință firească a uniunii monetare. Dar când criza financiară a lovit și continentul european, absența unor instrumente cruciale de coordonare a politicilor macroeconomice a constrâns puternic Europa să adopte măsuri rapide, uneori nu neapărat îndelung fundamentate, alteori poate prea detaliate, de găsire a unor soluții pentru implementarea cât mai rapidă a uniunii economice. Piețele financiare, din dorința de a-și crește influența sau chiar de a induce sentimentul de dominație asupra instituțiilor financiare europene, au reacționat în termeni duali, preluați imediat de analiști și de mass-media; Bergster<sup>3</sup> a sintetizat aceste reacții și le-a împărțit astfel: (i) ori Europa abandonează proiectul uniunii monetare, ori dimpotrivă, (ii) Europa insistă și persistă prin implementarea unei uniuni economice complementare, având ca rezultat integrarea deplină și adâncirea Uniunii Economice și Monetare; calea de mijloc nu este benefică nici euro-optimiștilor și nici euro-scepticilor. Studiul de față pornește de la cea de a doua premisă și, descrie proiectul Uniunii Economice și Monetare din această perspectivă de continuitate, pe baza documentelor oficiale ale Comisiei Europene și ale Consiliului European și a discuțiilor care au avut loc la nivelul diferitelor comitete la care am participat, fără a exclude literatura academică de specialitate apărută în acest domeniu.

Voi detalia, așadar, reformei guvernantei economice europene pornind de la proiectul Comisiei Europene denumit oficial, în raportul celor patru președinți, ca fiind „Uniunea Economică și Monetară veritabilă”<sup>4</sup>, din trei perspective:

(i) perspectiva politicilor (policies) economice - pentru a arăta faptele concrete și rezultatele implementării deciziilor politice (ii) perspectiva politică (politics) - pentru a arăta voința și determinarea actorilor politici - și, (iii) perspectiva legislativă - pentru a arăta transpunerea în format juridic atât a deciziilor politice cât și a acțiunilor implementare deja sau în curs de implementare. Ordinea aleasă nu este întâmplătoare: accentul în procesul de reformă cade pe componenta de politici macroeconomice care, pe baza

voinei și determinării politice, se va concretiza într-un cadrul legal gata pentru negociere decizie și implementare.

*Din perspectiva politicilor, diagrama 1 descrie principalele elemente ale arhitecturii proiectului Uniunii Economice Monetare profundă și veritabilă:*



Conform diagramei de mai sus, se poate constata că, măsurile de reformă la nivelul guvernantei economice europene introduc câteva mecanisme și instrumente de monitorizare, supraveghere și coordonare pentru zona euro, simultan cu întreaga Uniune Europeană și, doar un singur instrument dedicat exclusiv zonei euro, dar oferit, opțional, și țărilor din afara zonei euro:

- implementarea Uniunii bancare, inițial, reglementată și supravegheată în comun, la nivel european, de către Banca Centrală Europeană, apoi de către o autoritate care va avea sarcina să rezolve situația băncilor cu probleme și, în paralel, de către o a treia autoritate care va permite recapitalizarea băncilor, în condiții clare și bine definite juridic - *corespunzător cu (1) din diagramă, se aplică obligatoriu zonei euro și, opțional, zonei non-euro*
- supravegherea consolidată la nivel european, parte a primului pilon al Uniunii bancare: mecanismul unic de supraveghere - *corespunzător cu (2) din diagramă*

- 
- întărirea Pactului de Stabilitate și Creștere (PSC), care limitează deficitul bugetar și datoria publică a fiecărui stat membru, prin următoarele acțiuni: (i) supravegherea și monitorizarea ex-ante a bugetelor naționale, (ii) inițierea mai rapidă a procedurii de deficit excesiv pentru acele state membre care sunt în pericol de a depăși pragul limită de 3 la sută pentru deficitul bugetar anual și, (iii) evaluarea datoriei publice și a factorilor care promovează creșterea economică durabilă - *corespunzător cu (3) din diagramă*
  - aplicarea de sancțiuni (0,2% din PIB) pentru statele membre din zona euro care prezintă informații statistice false cu privire la deficitul bugetar și datoria publică - *corespunzător cu (3) din diagramă*
  - stabilirea de standarde care să asigure corectitudinea și independența raportării și analizelor datelor statistice naționale, în special în domeniul politicilor fiscal-bugetare naționale - *corespunzător cu (3) din diagramă*
  - exercițiul anual de: (i) monitorizare și coordonare ex-ante a politicilor macroeconomice simultan la nivel european (UE28), la nivelul zonei euro (UE17+1) și la nivelul fiecărui stat membru, (ii) depistarea, acolo unde este cazul, încă din faza incipientă, a posibilelor dezechilibre macroeconomice aferente fiecărui stat membru și, (iii) evaluare anuală a bugetelor naționale pentru coordonarea politicilor economice - *corespunzător cu (4) diagramă*
  - cadrul legal pentru supravegherea programelor naționale de reformă transmise Comisiei Europene de către statele membre – *corespunzător cu (4) din diagramă*
  - exercițiul anual de recomandări din partea Comisiei Europene pentru fiecare stat membru cu privire la programele naționale de reformă și programele de convergență; excepție fac statele membre care sunt subiectul unui program formal de asistență financiară cu instituțiile financiare europene (România nu a primit recomandări de țară în primele două cicluri ale Semestrului European, dar imediat după încheierea acordului cu Comisia europeană, în luna martie 2013, a primit primul set de recomandări de țară) - *corespunzător cu (4) + (5) diagramă*
  - exercițiul anual de identificare și monitorizare ex-ante a posibilelor dezechilibre macroeconomice la nivelul fiecărui stat membru - *corespunzător cu (5) și în corelație cu (4) din diagramă*
  - aplicarea de sancțiuni (0,1% din PIB) sub forma unui depozit purtător de dobândă în cazul în care un stat membru din zona euro nu acționează conform recomandărilor pentru corectarea dezechilibrelor macroeconomice - *corespunzător cu (5) din diagramă*
  - utilizarea procedurilor automate de avertizare și sancționare, prin folosirea majorității calificate inverse - *corespunzător cu (6) din diagramă*

- asumarea responsabilității sau darea de seamă (accountability) a miniștrilor de finanțe din statele membre care au primit sancțiuni sau avertismente, în fața comisiilor de specialitate din Parlamentul European - *corespunzător cu (6) din diagramă*
- lărgirea transparenței proceselor decizionale de supraveghere a derapajelor macroeconomice și întărirea gradului de responsabilitate (dare de seamă-accountability) a decidenților politici. În cazul zonei euro, aceasta înseamnă că, odată ce executivul comunitar propune o măsură (de prevenire sau de sancționare) a unui stat membru, aceasta nu va putea fi ignorată de Consiliu ci, dimpotrivă, va putea fi adoptată, dacă membrii Consiliului decid cu o majoritate de 9 din 17 state membre ale zonei euro - *corespunzător cu (6) din diagramă*.

*Din perspectivă politică*, Uniunea Europeană traversează un proces de integrare în adâncime, în care factorul timp joacă rolul determinant (Moutot et al<sup>5</sup>, ECB, 2008), cel puțin din două perspective: (i) înainte de integrare, când este nevoie de timp pentru a atinge și a dovedi un anumit nivel de convergență suficient de sustenabilă pentru susținerea monedei unice și pentru a construi o guvernare instituțională adecvată și flexibilă, adaptabilă rapid noilor cerințe și, (ii) după integrare, când uniunea monetară are nevoie de timp pentru consolidare.

Aminteam mai sus de Raportul „Către o veritabilă Uniune Economică și Monetară” (elaborat de președintele Consiliului European în cooperare cu președintele Comisiei Europene, președintele Eurogrup-ului și președintele Băncii Centrale Europene), lansat în luna iunie 2012 și îmbunătățit șase luni mai târziu<sup>6</sup>, ca despre documentul considerat cu cea mai mare anvergură strategică din istoria Uniunii Europene, pentru că transmite un puternic semnal politic comun de acțiune în vederea atingerii obiectivului final pe termen lung: adâncirea Uniunii Economice și Monetare și finalizarea celor patru piloni ai Uniunii Europene: uniunea financiară, uniunea fiscală, uniunea economică și uniunea politică. Noua arhitectură a Uniunii Economice și Monetare ar urma să devină operațională într-un orizont de timp de circa 10 ani, luând în calcul și posibile amendamente aduse Tratatului de Funcționare a Uniunii Europene.

*Din punct de vedere legislativ*, voința politică pentru implementarea politicilor economice s-a transpus în practică, printr-un cadru legal stabil și solid, care cuprinde un set de reglementări privind guvernarea economică europeană<sup>7</sup> aplicabil tuturor statelor membre ale Uniunii Europene, propus de Comisia Europeană în luna septembrie 2010, adoptat de Parlamentul European, după un an de negocieri, în luna septembrie 2011 și devenit operațional în luna decembrie 2011.

Voi detalia în cele ce urmează fiecare din cele patru elemente de adâncire a Uniunii Economice și Monetare profunde și veritabile:

**1.1. Cadrul integrat financiar:** vizează, pe termen lung, crearea uniunii financiare și are ca obiectiv principal asigurarea și menținerea stabilității financiare în zona euro și în Uniunea Europeană, ca un întreg, ținând cont de faptul că dezechilibrul dintre piețele financiare tot mai integrate (globalizate) și arhitectura de stabilitate financiară încă segmentată la nivel național a avut drept rezultat coordonarea insuficientă între autorități. Absența unui cadru integrat la nivel european și a unui mecanism care să gestioneze global riscurile cu care se confrunta sectorul bancar european a periclitat, până la cote extrem de periculoase, legătura dintre sistemul bancar și datoriile suverane ale unor state membre; s-a creat astfel un cerc vicios cu efecte negative asupra amplificării crizei datoriilor, care au determinat o inversare a direcțiilor fluxurilor de capital până la limita cuplării cu crize ale sectorului financiar. Ca urmare, unele state membre nu au mai avut acces la finanțarea de pe piețele financiare internaționale, apărând riscul ca efectele de contagiune să se propage în întreaga zonă euro sau chiar către unele state non-euro. În acest context, a devenit imperios necesar înființarea unor mecanisme eficiente de tip bail-in și bail-out, care să furnizeze lichidități statelor membre aflate în dificultate și care să gestioneze astfel riscul de contagiune, pentru a proteja stabilitatea financiară a zonei euro și a Uniunii Europene, în ansamblu.

Două sunt elementele definitorii ale acestui cadru de lucru financiar, piatra de temelie pentru viitoarea uniune financiară europeană: (a) *Uniunea bancară* și (b) *Supravegherea consolidată la nivel european a sectorului bancar - marcate corespunzător cu (1) și (2) în diagrama 1.*

Conform Raportului inițial al celor patru președinți (iunie 2012), proiectul Uniunii Bancare avea următoarele elemente: (i) un sistem unic european de supraveghere bancară, (ii) o schemă unică europeană de rezoluție și, (iii) o schemă unică europeană de garantare a depozitelor, toate aceste elemente urmând să se sprijine pe un element comun: (iv) un cadru comun de reglementare.

Între timp, conceptele au evoluat și s-au rafinat, astfel încât în luna iunie 2013, președintele Comitetului Economic și Financiar<sup>8</sup>, a prezentat o arhitectură modelată a cadrului integrat financiar:

a) *Uniunea bancară*, cuprinde trei mecanisme de bază:

(i) *SSM* – mecanismul unic de supraveghere, finalizat din punct de vedere tehnic în perioada septembrie 2012-aprilie 2013 și, în curs de obținere a consensului politic<sup>9</sup>

(ii) *SRM* - mecanismul unic de rezoluție – propunerea Comisiei Europene este așteptată până la sfârșitul lunii iunie 2013 și,

(iii) *ESM* - mecanismul european de stabilitate, de fapt instrumentul de recapitalizare directă a băncilor, care a intrat în funcțiune în luna septembrie 2012, capabil să ofere acces instantaneu la un fond de 500 miliarde euro pe baza unor programe de asistență financiară pentru statele membre din zona

euro aflate în situații financiare dificile, deocamdată considerat ca un precursor al unui posibil fond unic de garantare la nivel european.

Suplimentar, proiectul Uniunii bancare se va sprijini și pe alte elemente considerate de maximă importanță, cum ar fi:

(iv) un set unic european de reglementari (*single rulebook*) valabil pentru piața unică, în scopul asigurării convergenței funcției de reglementare la nivel european, care se află în curs de elaborare de către statele membre sub coordonarea Autorității Bancare Europene, așteptat a fi implementat cât mai curând posibil, până la stabilirea mecanismului unic de rezoluție

(v) *CRD IV* – proiectul de directivă privind cerințele de capital (sau noul set de reglementări Basel III) pentru care s-au încheiat negocierile tehnice și politice cu statele membre și cu Parlamentul European

(vi) *BRRD* - proiectul de directivă privind rezoluția și recapitalizarea băncilor, pentru care s-au încheiat negocierile tehnice și este așteptat avizul politic al Parlamentului European

(vii) *DGSD* – proiectul de directivă privind schema unică de garantare a depozitelor pentru care negocierile sunt suspendate până la momentul în care se va obține acordul politic asupra *BRRD*.

(b) *Supravegherea consolidată la nivel european*, respectiv acordarea Băncii Centrale Europene de competențe suplimentare cu privire la supravegherea băncilor din zona euro și, opțional, din zona non-euro, în temeiul articolului 127 alineatul (6) din Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene; în acest sens, un proiect de regulament a fost negociat la nivelul statelor membre și, împreună cu pachetul legislativ aferent mecanismului unic de supraveghere, așteaptă consensul politic european pentru a putea fi implementat cât mai rapid.

Din punct de vedere practic, se așteaptă ca Mecanismul unic de supraveghere să asigure schimbul deplin de informații între autoritățile naționale de supraveghere cu privire la situația băncilor, identificarea instrumentelor comune de prevenire și acțiunile comune pe care le-ar putea întreprinde pentru rezolvarea problemelor într-un stadiu cât mai timpuriu. În scopul restabilirii încrederii în sistemul bancar, acest mecanism ar trebui să permită desfășurarea activităților de supraveghere în condiții de maximă confidențialitate, stricte și obiective, fără a lăsa marje prea mari de toleranță și flexibilitate în materie de reglementare. Se va pregăti astfel terenul pentru perceperea Mecanismului unic de supraveghere ca mecanism public de siguranță care să asigure recapitalizarea băncilor în mod direct, contribuind la ruperea cercului vicios dintre sistemul bancar și datoriile suverane, respectiv la consolidarea zonei euro.

Din punct de vedere legislativ, avem de-a face cu un set de propuneri ale Comisiei Europene de reglementări negociate deja cu toate statele membre și pentru care se așteaptă obținerea unui consens politic la nivel european:

- 
- propunere pentru un regulament care (i) instituie un mecanism unic de supraveghere la nivel european aplicabil statelor din zona euro dar la care pot adera, în mod voluntar, și țările din afara zonei euro și, care (ii) conferă Băncii Centrale Europene competența legală de asumare și exercitare de responsabilități în domeniul supravegherii, alături de autoritățile naționale de supraveghere; se creează, în acest mod, cadrul legal pentru delimitarea guvernantei instituționale a procesului decizional de politică monetară de guvernanta procesului de supraveghere la nivel consolidat. În cadrul acestui nou mecanism unic, răspunderea finală asupra sarcinilor specifice de supraveghere legate de stabilitatea financiară a tuturor băncilor din zona euro îi va reveni Băncii Centrale Europene iar autoritățile naționale de supraveghere vor avea un rol important în activitățile curente de supraveghere și în pregătirea și implementarea deciziilor Consiliului Supraveghetorilor al Băncii Centrale Europene.
  - propuneri de modificare a actualului regulament de funcționare a Autorității Bancare Europene în vederea păstrării integrității pieței unice, dar și a unui echilibru de forțe decizionale în interiorul Autorității Bancare Europene<sup>10</sup> (prevederi care să modifice sistemul de vot și să protejeze împotriva unei eventuale dominații a țărilor participante la Mecanismul unic de supraveghere în cadrul Consiliului supraveghetorilor Autorității Bancare Europene). De asemenea, se propune ca Autoritatea Bancară Europeană să păstreze competența în ceea ce privește elaborarea setului unic de reglementare în materie de supraveghere, cu scopul de a asigura convergența și coerența practicilor de supraveghere bancară pentru toate cele 28 de state membre.
  - o propunere de comunicare în care se prezintă viziunea generală a Comisiei Europene cu privire la Uniunea Bancară.

În ceea ce privește *SRM - Mecanismul unic de rezoluție*-, sunt disponibile numai câteva principii de bază, până la apariția proiectului Comisiei Europene cu privire la modalitatea concretă de funcționare, autoritatea care va operaționaliza acest mecanism și fondul de rezoluție care va susține financiar acest mecanism<sup>11</sup>:

- necesitatea de a recurge la rezoluție ar trebuie să fie redusă la minimum, datorită unor norme prudențiale comune stricte și coordonării îmbunătățite a supravegherii în cadrul mecanismului de supraveghere unic
- în cazul în care intervenția mecanismului unic de rezoluție este necesară, acționarii și creditorii ar trebui să suporte costurile rezoluției înainte de acordarea oricărei finanțări externe



- eventualele resurse suplimentare necesare pentru finanțarea procesului de restructurare ar trebui să fie furnizate prin mecanisme finanțate de sectorul bancar, și nu să se recurgă la banii contribuabililor.

**1.2. Cadrul integrat bugetar:** vizează, pe termen lung, o uniune bugetară și o uniune economică veritabilă, pe baza unui proces coerent de elaborare a politicilor fiscale la nivel național și european; acest proces presupune: (i) coordonarea între autoritățile statului (minister de finanțe-banca centrală-guvern-parlament), (ii) îmbunătățirea calității guvernantei instituționale în ceea ce privește procesul decizional macroeconomic (consens asupra marilor obiective strategice naționale pe termen mediu și lung), (iii) un buget centralizat la nivel european, care să reflecte gradul de integrare și voința politică pentru integrare, respectiv capacitatea fiscal-bugetară a Uniunii Europene și, (iv) mijloace de impunere și implementare a deciziilor din domeniul fiscal și economic, în circumstanțe specifice și bine definite.

Din perspectiva raportului celor patru președinți<sup>12</sup>, varianta îmbunătățită, acest cadru oferă cel puțin două repere privind instituirea unei capacități fiscale pentru Uniunea Economică și Monetară:

- politicile bugetare naționale solide, care vor asigura o coordonare ex ante a bugetelor anuale ale statelor membre din zona euro și vor consolida supravegherea statelor celor care se confruntă cu dificultăți financiare, prin îmbunătățirea cadrului de guvernanță economică (pachetul legislativ de șase reglementări, sau așa-numitul 6-pack- și, pachetul legislativ de două reglementări valabil numai pentru zona euro – sau așa-numitul 2-pack)
- facilități de ajustare la șocurile economice, prin instituirea unui mecanism de tip asigurare între țările din zona euro, pentru a contracara șocurile economice puternice specifice de la o țară la alta, dar și efectul de contagiune de la o țară spre o altă țară. O astfel de facilitate ar asigura o formă de solidaritate fiscală exercitată de-a lungul ciclurilor economice, îmbunătățind reziliența zonei euro în ansamblu și reducând costurile financiare asociate ajustărilor macroeconomice<sup>13</sup>.

*Procedura de deficit excesiv* – care se declanșează la depășirea pragului de 3 la sută din PIB a deficitului public – este prevăzută în art. 126 din Tratatul privind Funcționarea Uniunii Europene ca o garanție că statele membre își corectează erorile de politici fiscale. Sunt luate în calcul două valori cheie de referință: deficitul public (3 la sută din PIB) și datoria publică (60 la sută din PIB). Gradul mare de îndatorare atins de multe state membre, chiar înainte de începerea crizei, a fost dovada practică a faptului că Procedura de deficit excesiv nu a fost eficient implementată și nu a determinat reducerea datoriei publice. Reforma guvernantei economice a introdus recent în cadrul Pactului de Stabilitate și Creștere prevederi referitoare la eficien-

tizarea implementării acestei proceduri. Astfel, este posibilă deschiderea unei Proceduri de deficit excesiv împotriva unui stat membru numai folosind criteriul datoriei publice, în cazul în care diferența dintre aceasta și pragul de 60 la sută nu este redusă, în medie, cu 5 la sută pe an, chiar dacă deficitul public se încadrează în ținta de 3 la sută din PIB. Statele membre care fac parte din zona euro sunt supuse unor sancțiuni pecuniare, în vreme ce statele membre din afara zonei euro nu au astfel de riscuri, dar nerespectarea recomandărilor în cadrul Procedurii de deficit excesiv poate duce la suspendarea angajamentelor din Fondul de Coeziune.

La sfârșitul anului 2011 s-au adoptat o serie de reglementări legislative (*pachetul de șase reglementări, sau așa-numitul 6-pack și Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul Uniunii Economice și Monetare*) care au adus îmbunătățiri semnificative în zona prevenirii dezechilibrelor bugetare, evoluției datoriei și asumării responsabilității naționale (ownership-ul) pentru reglementările europene. În plus, celelalte elemente legate de consolidarea guvernării fiscale în zona euro finalizate în luna aprilie 2013 („pachetul privind supravegherea și monitorizarea bugetară” sau așa-numitul 2-pack), urmează a fi puse în aplicare în profunzime începând cu partea a doua a anului 2013. Se speră astfel ca acest cadru îmbunătățit de guvernare economică europeană să asigure o coordonare ex ante a bugetelor anuale și să consolideze supravegherea tuturor statelor membre din zona euro și din afara zonei euro care se confruntă cu dificultăți financiare:

- Pachetul legislativ de șase reglementări (6-pack) introdus în anul 2011 ca măsură de întărire a guvernării economice europene, mai ales pe partea componentei fiscal-bugetare, a lansat procedura de supraveghere a unor potențiale viitoare derapaje ale politicii fiscale începând din faza alcătuirii bugetelor naționale; astfel, cheltuielile bugetare ale statelor membre vor putea fi analizate de Comisie și separate ulterior în cheltuieli “sănătoase” și cheltuieli “nesănătoase”, inclusiv în funcție de legătura acestora cu nivelul de competitivitate și creștere economică. „Numai prin faptul ca o terță parte, teoretic mult mai puțin politizată decât executivul național, se va pronunța asupra sustenabilității unor alocări bugetare este un pas important către o însănătoșire a finanțelor publice”<sup>14</sup>; ulterior, acest pas poate fi urmat și de posibilitatea aplicării de avertismente și chiar de sancțiuni pecuniare asupra statelor din zona euro care încalcă disciplina bugetară.
- Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul Uniunii Economice și Monetare a intrat în vigoare începând cu 1 ianuarie 2013. Tratatul vizează consolidarea disciplinei fiscale în cadrul zonei euro prin intermediul „regulii privind un buget echilibrat” și al mecanismului de „corecție automată”; cele mai importante prevederi referindu-se la: (i) cerința ca bugetele naționale ale statelor

membre participante să fie echilibrate sau în surplus; acest obiectiv va fi considerat îndeplinit dacă deficitul public structural anual nu depășește 0,5 % din PIB-ul nominal; (ii) în cazul în care un stat membru se abate de la regula privind un buget echilibrat, va fi declanșat un mecanism de corecție automată, statul membru urmând să corecteze devierile pe parcursul unei perioade stabilite; (iii) statele membre vor avea obligația introducerii cerinței referitoare la disciplina bugetară și la mecanismul automat de corecție în sistemele lor juridice naționale, de preferință la nivel constituțional. Termenul pentru îndeplinirea acestei obligații este de cel mult un an de la intrarea în vigoare a tratatului; (iv) procesul decizional în contextul procedurii aplicabile deficitelor excesive va avea un caracter automat: statele membre din zona euro sunt de acord să sprijine recomandările și propunerile Comisiei către Consiliu, cu excepția cazului în care o majoritate calificată a statelor respective se pronunță împotriva. România a ratificat tratatul în luna iunie 2012, asumându-și, începând cu 1 ianuarie 2013, aplicarea dispozițiilor titlurilor III și IV din tratat privind pactul bugetar și, respectiv, coordonarea politicilor economice și convergența.

### 1.3. Cadrul integrat al politicii economice

Cadrul integrat al politicii economice vizează, pe termen lung uniunea economică, în strânsă dependență cu uniunea monetară, uniunea financiară și uniunea fiscală, cu scopul de a oferi un set din cele mai eficiente instrumente de coordonare a politicilor statelor membre pentru obținerea unei creșteri economice solide și durabile. Reformele introduse la acest nivel, și care funcționează deja de trei ani reprezintă primele semne concrete de determinare politică, prin crearea:

(i) exercițiului anual de coordonare, denumit Semestrul European, soldat, în etapa finală, cu recomandări specifice fiecărei țări și, a (ii) noii Proceduri de dezechilibre macroeconomice excesive, care include și posibile sancțiuni *ambele marcate corespunzător cu (3) și (4) în diagrama 1*. Dar este nevoie să se meargă mai departe de aceste mecanisme și să se instituie un cadru și mai solid pentru coordonarea, convergența și aplicarea politicilor structurale în toate statele membre ale Uniunii Europene. În acest context, Concluziile Consiliului European din octombrie 2012, reiterate și în luna iunie 2013 au solicitat și mai multă voință politică cu privire la implementarea reformelor care promovează competitivitatea, creșterea economică și crearea de locuri de muncă pentru toți cetățenii Uniunii Europene.

*Semestrul European* reprezintă un exercițiu de coordonare anuală pe orizontală, la nivelul tuturor statelor membre, pe probleme de politici

economice, fiscale și reforme structurale, instrument nou creat de Uniunea Europeană pentru monitorizarea preventivă a politicilor economice.

Principalele etape și responsabilitățile aferente sunt: (i) durează câteva luni calendaristice (perioada ianuarie-iunie), (ii) stabilește termene fixe, aceleași pentru fiecare stat membru, dar și responsabilități precise referitoare la: \* lansarea Analizei Anuale a Creșterii (luna ianuarie) – Comisia Europeană, la \* stabilirea priorităților politicilor economice la nivel comunitar, în special cele cu impact asupra politicilor fiscal-bugetare, obligatorii pentru fiecare stat membru (luna martie) – Comisia Europeană și la \* transmiterea simultană a Programului Național de Reformă și a Programului de Stabilitate sau a Programului de Convergență (luna aprilie) – fiecare stat membru; (iii) elaborarea recomandărilor pentru fiecare stat membru (luna iunie) – Comisia Europeană.

*Analiza Anuală a Creșterii* este un document elaborat de Comisia Europeană în urma evaluării detaliate a principalelor provocări economice cu care se confruntă Uniunea Europeană. Anul acesta, analiza se află deja la a treia ediție și marchează începutul celui de-al treilea exercițiu de Semestru European. Pe baza unor acțiuni prioritare, Comisia Europeană stabilește direcția politicilor de stabilitate macroeconomică, de consolidare fiscală și reforme structurale precum și a măsurilor complementare de stimulare a creșterii economice. Mesajul principal al analizei pentru anul 2013 se referă la restabilirea încrederii, ca efect al implementării acțiunilor prioritare de prevenire a acumulării unui nivel nesustenabil al datoriei publice, de combatere a disfuncționalităților prelungite și severe de pe piețele financiare, de asigurare a condițiilor pentru stimularea creșterii economice potențiale concomitent cu sustenabilitatea finanțelor publice, de corectare a dezechilibrelor macroeconomice dăunătoare și de continuare a însănătoșirii sistemului financiar.

Ca obligație ce decurge din calitatea de stat membru, fiecare țară, la nivel de minister de finanțe, trebuie să transmită, simultan, Comisiei Europene: (i) Programul Național de Reformă, care include, începând din 2011, și o componentă privind supravegherea macro-prudențială, pe lângă cele cinci direcții majore de acțiune prevăzute de Strategia Europa 2020; (ii) Programul de stabilitate (pentru zona euro) și/sau Programul de convergență (pentru zona non-euro), care a inclus pentru prima dată, începând cu anul 2011, un capitol referitor la evaluarea balanței structurale în scopul evaluării dezechilibrelor macroeconomice, pentru a fi în concordanță cu noul pachet legislativ privind îmbunătățirea guvernantei economice europene, din perspectiva Pactului de Stabilitate și Creștere. Pe baza concluziilor Consiliului European din luna martie, Comisia Europeană evaluează programele naționale de reformă și programele de stabilitate și/sau convergență până în luna iunie.

Ulterior, Comisia Europeană transmite fiecărui stat membru recomandări integrate specifice<sup>15</sup>, bazate pe orientările aferente strategiei Europa 2020 și oferă asistență în ceea ce privește elaborarea politicii bugetare în limitele prevăzute de Pactul de Stabilitate și Creștere.

Pentru prima oară de la demararea exercițiului de monitorizare și coordonare, în anul 2013 România a fost obiectul analizei din cadrul Semestrului european și a primit opt recomandări de țară pentru îmbunătățiri în domeniul reformei pieței muncii, a sectorului sanitar, în domeniul educației, a calității guvernantei sectorului de stat și independenței sistemului judiciar în lupta împotriva corupției.

Recomandările și avizul Consiliului privind programele de stabilitate și/sau convergență sunt adoptate, la nivel de șef de state și de guverne, de Consiliul European în luna iulie. În a doua jumătate a anului, fiecare stat membru are obligația de a transpune aceste recomandări în bugetul național pentru anul următor.

*Procedura de dezechilibre macroeconomice excesive* - așa cum menționam anterior, pachetul de 6 reglementări privind guvernanta economică europeană, (așa numitul 6-pack) stabilește noi reguli privind monitorizarea și supravegherea politicilor fiscale și macroeconomice în toate cele 28 de state membre ale UE. În cadrul acestui pachet, Regulamentul (UE) nr. 1176/2011 al Parlamentului European și al Consiliului privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice instituie un instrument nou - Procedura privind dezechilibrele macroeconomice - menit să ajute la detectarea și corectarea evoluțiilor economice riscante. Anual, Comisia Europeană publică un raport privind mecanismul de alertă; primul a fost lansat în luna februarie 2012 iar cel de-al doilea în luna noiembrie 2012.

Din perspectiva acestui *mecanism de alertă*<sup>16</sup>, analiza are ca punct de plecare un tablou de bord (scoreboard) construit pe baza a zece indicatori macroeconomici, după cum urmează:

- indicatori relevanți pentru detectarea timpurii a dezechilibrelor externe și de competitivitate: (i) soldul contului curent, (ii) poziția investițională netă, (iii) cursul de schimb real efectiv, (iv) cota de piață a exporturilor, (v) costul unitar al forței de muncă.
- indicatori relevanți pentru detectarea dezechilibrelor interne: (vi) prețurile locuințelor, (vii) fluxul de credit către sectorul privat, (viii) datoria sectorului privat, (ix) datoria sectorului public, (x) rata șomajului.
- pentru anul 2013 a mai fost adăugat și al 11-lea indicator: rata de creștere a datoriilor sectorului financiar, pentru a reflecta legătura dintre economia reală și sectorul financiar.

Scopul acestor indicatori este ca, pe baza unor nivele orientative, considerate nivele de alertă, să se detecteze posibile dezechilibre externe și de competitivitate, dar și dezechilibre de natură internă. Dacă acestea dezechilibre sunt de natură benignă, atunci procedura este oprită. Dacă însă se dovedesc nocive, trebuie declanșate acțiuni de prevenire sau acțiuni corective: (i) pentru componenta preventivă, Comisia și Consiliul UE adoptă recomandări aferente fiecărui stat membru cu probleme; (ii) pentru componenta corectivă, dacă se consideră că există dezechilibre macroeconomice severe sau care pot pune în pericol funcționarea Uniunii Economice și

Monetare, Comisia poate recomanda Consiliului lansarea procedurii de dezechilibru excesiv.

De exemplu, raportul din luna noiembrie 2012<sup>17</sup> întocmit, ex-ante pentru anul 2013, a depistat un număr de 14 state membre (Belgia, Bulgaria, Danemarca, Spania, Franța, Italia, Cipru, Ungaria, Malta, Olanda, Slovenia, Finlanda, Suedia și Regatul Unit) pentru care sunt necesare analize detaliate și a constatat acumularea unor dezechilibre macroeconomice, diferite ca natură și gravitate. Pentru aceste țări Comisia a elaborat o serie de orientări cuprinse în recomandările de țară analizate la nivelul Comitetului Economic și Financiar și a structurilor aferente acestuia și, aprobate de Consiliul pentru Afaceri Economice și Financiare (Ecofin) pe parcursul lunii iunie 2013. Comisia consideră că este util să se acorde, în egală măsură, o atenție sporită riscurilor și vulnerabilităților existente dar și progreselor obținute pentru corectarea unor indicatori, conform recomandărilor de țară din anul precedent.

#### **1.4. Legitimitate democratică și o responsabilizare consolidate**

Legitimitate democratică și o responsabilizare consolidate vizează o uniune politică bazată pe împărțirea suveranității de către toți cetățenii Uniunii Europene. Punerea în aplicare a acestui principiu devine astfel esențială pentru eficacitatea celorlalte trei elemente detaliate mai sus (respectiv, cadrul integrat financiar, cadrul integrat bugetar și cadrul integrat al politicilor economice). Aceasta înseamnă implicarea Parlamentului European în ceea ce privește responsabilitatea deciziilor adoptate la nivel european, păstrând rolul esențial al parlamentelor naționale, în funcție de situație.

Tratatul de la Lisabona și pachetul de șase reglementări (așa-numitul 6-pack) conferă dreptul Parlamentului European de a interveni în exercițiul Semestrului European aproape în orice moment, dar fără a lua decizii sau a fi implicat în procesul de luare a deciziilor ce privesc politicile macroeconomice. La rândul lor, parlamentele naționale au la îndemână două instrumente clasice, pe care le pot utiliza în continuare pentru exercițiul Semestrului European: mandat conferit miniștrilor în domeniile aferente recomandărilor de țară și dezbaterile bugetelor naționale, a programelor de convergență, respectiv de stabilitate și, nu în ultimul rând, a proiectului recomandărilor de țară înainte de faza de negociere la Bruxelles. Astfel, reformă a guvernantei economice europene oferă noi posibilități sau extinde atribute mai vechi ale parlamentelor naționale tocmai în ideea de a spori controlul democratic și responsabilitatea actorilor politici în procesul de fundamentare și luare a deciziilor la nivel național și european: „există acum posibilitatea ca parlamentele naționale să invite experți ai Comisiei implicați în analizele de țară, pentru a oferi informații suplimentare, sau activarea comisiilor mixte pe probleme de afaceri europene și buget-finanțe, monitorizarea extinsă și dezbateri în cadrul Parlamentului European”<sup>18</sup>.

## **2. Ce poate și ce nu poate face banca centrală în noul context al reformei guvernantei europene**

### **2.1. Prevenirea crizei**

“Asigurarea stabilității prețurilor este o condiție (aproape) suficientă pentru promovarea stabilității financiare; asigurând niveluri reduse ale inflației, băncile centrale contribuie decisiv la stabilitatea financiară și la sustenabilitatea creșterii economice” (Isărescu, 2012). Altfel spus, menținerea stabilității prețurilor este cea mai bună contribuție pe care politica monetară o poate aduce stabilității financiare și, pe termen lung creșterii economice, chiar începând cu faza incipientă de prevenire a crizei.

Argumentam în primul studiu că implicarea băncii centrale în supravegherea macro-prudențială necesită o sumă întreagă de eforturi din partea băncii centrale: eforturi de construcție (sau de ajustare) instituțională, un mandat bine definit de macro-prudențialitate și, nu în ultimul rând, o combinație echilibrată a mix-ului de obiective secundare în raport cu politica monetară, păstrând nealterate obiectivul primar de menținere a stabilității prețurilor și independența băncii centrale (respectiv, modelul conservator Rogoff de bancă centrală).

Merită amintită în acest context poziția Germaniei în cadrul negocierilor pentru primul și al doilea pilon al Uniunii bancare: o implementare eficientă a SSM-mecanismul unic de supraveghere, simultan cu SRM-mecanismul unic de rezoluție nu se poate realiza fără garantarea mandatului actual al băncilor centrale naționale, respectiv al Băncii Centrale Europene în Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene. Altfel spus, ceea ce poate să facă banca centrală este, în primul rând, să vegheze la menținerea independenței băncii centrale și să îndeplinească obiectivul primar de stabilitate a prețurilor; pentru aceste două deziderate este necesară: (i) separarea guvernantei instituționale a procesului decizional de politică monetară de guvernanta instituțională a procesului decizional de supraveghere consolidată și, (ii) includerea atribuțiilor de stabilitate financiară și de supraveghere consolidată în procesul de elaborare și fundamentare a deciziei de politică monetară.

O citire atentă a unora dintre cele mai reprezentative studii de specialitate atât din mediul academic american cât și din cel european, arată o concentrare a dezbaterii asupra rolului băncii centrale în prevenirea crizelor, pe trei tipuri de aspecte:

(i) o parte a economiștilor, mai ales studiile Băncii Reglementelor Internaționale<sup>19</sup> și cele ale Băncii Centrale Europene, insistă pe asumarea, de

către banca centrală, a unui mandat de macro-prudențialitate *dar* cu păstrarea nealterată a obiectivului primar de politică monetară și a independenței băncii centrale; în acest sens se propune: (a) implicarea băncilor centrale în formularea și implementarea politicii de stabilitate financiară, pentru ca aceasta să fie eficace, (b) mandatul băncii centrale privind stabilitatea financiară și aranjamentele de guvernanță trebuie să fie compatibile cu responsabilitățile de politică monetară necesare pentru atingerea obiectivului primar, (c) conferirea funcției de stabilitate financiară băncii centrale nu este suficientă ci necesită instrumente suplimentare, instituții (construcție instituțională adecvată) și, asumarea de responsabilități pentru îndeplinirea obiectivelor secundare, (d) clarificarea ex-ante a rolului și atribuțiilor fiecărei instituții implicate în politica de stabilitate financiară cu scopul: diviziunii clare a muncii, stabilirii unui mecanism de luare a deciziilor rapid și efectiv în situații de criză, controlul compromisurilor și împărțirii responsabilităților (Raportul Ingves, BIS Central Bank Governance Group, 2006)<sup>20</sup>.

(ii) un alt grup de economiști pledează pentru așa-numita „noua paradigmă a băncii centrale” (Mishkin și White, 2003<sup>21</sup>, Obstfeld, și Rogoff, 2009<sup>22</sup>, Rajan, 2005<sup>23</sup>, Reinhart, și Rogoff, 2009<sup>24</sup>) în sensul următor: în cele mai multe din cazuri, banca centrală nu a putut prezice consecințele acestei crize financiare pe care o traversăm, în primul rând datorită neincluzării parametrilor aferenți funcției de stabilitate financiară în modelul său econometric; ca urmare, devine logică și necesară lărgirea mandatului băncii centrale în sensul de asumare și a obiectivului de stabilitate financiară, alături de obiectivul primar privind stabilitatea prețurilor. Pentru băncile centrale membre ale Sistemului European al Băncilor Centrale aceasta este o soluție neviabilă, deoarece contravine cadrului legal descris de *acquis-ul* aferent Uniunii Economice și Monetare și,

(iii) o serie de bănci centrale din statele dezvoltate, în frunte cu banca centrală a SUA-FED- au întreprins măsuri de relaxare, fără precedent, a cadrului de politică monetară – măsuri neconvenționale de politică monetară (quantitative easing), cu scopul de a stimula creșterea economică atunci, având în vedere faptul că măsurile de politică monetară standard s-au dovedit a fi ineficiente. Această abordare este însă criticabilă în literatura academică europeană, cel puțin din două considerente: (a) implementarea cu dificultate a unei strategii efective de ieșire, odată ce presiunile inflaționiste cresc și, (b) riscurile din ce în ce mai mari pe care investitorii, în căutare perenă de profituri (yields) pe termen scurt și foarte scurt, par a și le asuma fără prea multe ezitări, altădată mult mai precauți atunci când era vorba de revigorarea, fie și tranzitorie, a mișcărilor de capital pe termen scurt și foarte scurt; aceste din urmă circumstanțe explică de ce Fondul Monetar Internațional a pledat pentru reintroducerea, temporară, a controlului mișcărilor de capital<sup>25</sup>.

Pentru cazul Băncii Naționale a României, cel mai bine se potrivește în acest context mesajul guvernatorului Băncii Naționale a României, Mugur



Isărescu, transmis în iunie 2012, în legătură cu „separarea *netă* dintre funcția de asigurare a stabilității prețurilor și cea a stabilității financiare, pentru simplificarea conceperii și implementării politicilor, prin evitarea conflictelor la nivelul obiectivelor acestora”. Concomitent, guvernatorul BNR pleda pentru „integrarea funcțiilor stabilității prețurilor și stabilității financiare într-o singură instituție”<sup>26</sup>, cu condiția menținerii independenței băncii centrale. Fără îndoială că, elaborarea și aprobarea cadrului legislativ prin care se menționează explicit stabilitatea prețurilor ca obiectiv fundamental al BNR și prin care se consolidează gradul de independență a băncii centrale, reprezintă un moment de cotitură pentru transformarea Băncii Naționale a României într-o bancă modernă, compatibilă cu principiile Sistemului European al Băncilor Centrale. Principalele modificări și completări aduse cadrului legal din 1998 (Legea nr. 101/1998 privind Statutul Băncii Naționale a României), în conformitate cu angajamentele asumate în procesul de negociere și pentru respectarea prevederilor acquis-ului comunitar aferent negocierilor de preaderare (pentru România a fost Capitolul 11 „Uniunea Economică și Monetară”) au urmărit:

- Statuarea unicității obiectivului fundamental al Băncii Naționale a României de asigurare și menținere a stabilității prețurilor.
- Consolidarea independenței Băncii Naționale a României sub aspect:
  - instituțional, prin: (i) definirea BNR ca instituție publică independentă; (ii) stipularea faptului că sprijinirea de către BNR a politicii economice generale a statului se face fără prejudicierea obiectivului său fundamental și (iii) stipularea independenței membrilor organelor sale de conducere față de autoritățile publice sau față de orice altă instituție sau autoritate, în îndeplinirea atribuțiilor;
  - personal, prin: (i) aplicarea întregii durate a mandatului tuturor membrilor Consiliului de Administrație al BNR, inclusiv celor numiți în locurile rămase vacante ca urmare a descompletării acestuia; (ii) stipularea posibilității revocării din funcție a unui membru al Consiliului de Administrație al BNR numai în cazul în care acesta încetează să îndeplinească condițiile necesare pentru exercitarea atribuțiilor sale sau dacă se face vinovat de abateri grave; și (iii) extinderea prevederilor privind conflictul de interese asupra tuturor membrilor Consiliului de Administrație și asupra salariaților BNR cu funcții de conducere, precum și trimiterea la regimul incompatibilităților și conflictelor de interese prevăzut de lege;
  - financiar, prin prevederile referitoare la elaborarea modelelor situațiilor financiare anuale și emiterea de către BNR a reglementărilor proprii de organizare și conducere a contabilității, precum și la contabilizarea operațiunilor economico-financiare ale BNR, care se realizează cu avizul consultativ al Ministerului Finanțelor Publice.

- Interzicerea oricărei posibilități de finanțare directă de către banca centrală a instituțiilor publice, prin: (i) interzicerea achiziționării de pe piața primară de către Banca Națională a României a creanțelor asupra statului, autorităților publice centrale și locale, regiilor autonome, societăților naționale, companiilor naționale și altor societăți cu capital majoritar de stat; (ii) interzicerea creditării pe descoperit de cont sau a oricărui alt tip de creditare de către Banca Națională a României a statului, autorităților publice centrale și locale, regiilor autonome, societăților naționale, companiilor naționale și a altor societăți cu capital majoritar de stat; (iii) perceperea de comisioane la decontarea operațiunilor prin contul curent general al Trezoreriei Statului, deschis la BNR; (iv) eliminarea posibilității acordării de împrumuturi de către BNR, pe bază de convenții încheiate cu Ministerul Finanțelor Publice, pentru acoperirea decalajului temporar dintre încasările și plățile din contul curent general al Trezoreriei statului; (v) limitarea la piața secundară a cumpărărilor, vânzărilor și efectuării altor tranzacții având ca obiect bunurile de tezaur și obligațiunile; (vi) eliminarea oricărei referiri la posibilitatea utilizării transferurilor de titluri de stat în cadrul sistemului de acoperire a pierderilor din bilanțul BNR.
- Eliminarea accesului privilegiat al instituțiilor publice la resursele instituțiilor financiare, prin lărgirea sferei de cuprindere a activelor eligibile pentru garantarea creditelor acordate de BNR instituțiilor de credit, înlăturându-se astfel obligația indirectă de a furniza titluri de stat drept garanție, care ar putea atrage după sine obligația instituțiilor de credit de a achiziționa titluri de stat.

În **concluzie**, reformă a guvernantei economice europene are deja implicații asupra rolului și responsabilităților băncii centrale. Astfel, banca centrală va trebui să acorde o atenție aproape simetrică considerațiilor de ordin financiar atunci când elaborează și fundamentează decizia de politică monetară; de asemenea, banca centrală va trebui să joace un rol important în politica de macro-prudențialitate, chiar dacă nu va fi responsabilă de implementarea detaliată a măsurilor macro-prudențiale. Pe de altă parte, lărgirea atribuțiilor implică întărirea guvernantei băncii centrale în așa fel încât să-și asigure o marjă suficientă pentru asumarea responsabilităților în limitele mandatului său legal, respectiv păstrarea independenței pentru elaborarea și conducerea politicii monetare, cu scopul atingerii obiectivului primar – stabilitatea prețurilor.

## 2.2. Managementul crizei

### *Discutarea funcției de împrumutător de ultimă instanță*

Conceptul de împrumutător de ultimă instanță a apărut pentru prima dată în secolul XVII în Anglia – se presupune că Sir Francis Baring<sup>27</sup> a folosit

această expresie pentru a-l critica pe regele Angliei George al III-lea, care, la scurt timp după înscăunare și din dorința de a întări controlul asupra instituțiilor statului, a forțat acordarea, în 1763, de către Banca Angliei, a unui împrumut, de ultimă instanță, Prusiei<sup>28</sup>. Conceptul a fost preluat și dezvoltat ulterior, în secolul XIX, de către doi bancheri englezi, Henry Thornton and Walter Bagehot<sup>29</sup>, interesați de reducerea stocului de bani. Unul din principiile stabilite de Bagehot rămâne valabil încă și în secolul XXI: "lend freely, to *illiquid but solvent* institutions, against adequate collateral, at a penalty rate"<sup>30</sup>.

Dacă în vremuri normale, rolul băncii centrale, mai ales al unei bănci centrale conservatoare de tip Rogoff (modelul Bundesbank) este indubitabil acela de a menține stabilitate prețurilor, în vremuri tulburi și, mai ales în momente de panică financiară, realitatea istorică a arătat iminența cu care se aduce în discuție asumarea, de către banca centrală, în mod legitim și explicit sau nu, a funcției de împrumutător de ultimă instanță. Larosiere (2005) spunea că funcția de împrumutător de ultimă instanță este ceva despre care „niciodată să nu vorbești public dar totdeauna să o ai în vedere”<sup>31</sup>.

În situații de criză, politicienii și publicul privesc imediat către banca centrală ca sursă sigură de lichiditate și, implicit, de stabilitate și calm; de ce? pentru că, băncile centrale au promovat, de-a lungul timpului, cultura prevenirii instabilității financiare și, pentru că înțeleg cel mai bine efectul nociv al instabilității asupra politicilor macroeconomice, cu efecte imediate și directe asupra stabilității prețurilor și a mecanismului de transmitere a politicii monetare. Realitate ultimilor ani, în special după 2011, arată că au fost cazuri în care băncile centrale, împreună cu autoritățile naționale (și cele comunitare, pentru băncile membre ale Sistemului European al Băncilor Centrale) au fost nevoite, în situații limită, să găsească soluții pentru a furniza o cantitate *adecvată* de lichiditate în economie<sup>32</sup> (BIS, 2006). Nu este scopul acestei secțiuni să discute astfel de cazuri, ci doar să atragă atenția asupra rolului pe care ar putea să-l îndeplinească banca centrală în vremuri tulburi și cum va reuși să medieze între stabilitate prețurilor, care trebuie să rămână obiectivul unic și cel mai important, și stabilitatea financiară, în cazul în care va recurge la funcția de împrumutător de ultimă instanță?

Studii de specialitate (Fischer, 1999<sup>33</sup>, Goodhart et al., 2000<sup>34</sup>, Obstfeld, 2009<sup>35</sup>) dovedesc că nu există o versiune autohtonă sau o versiune internațională gata aplicabilă ca soluție de ultimă instanță pentru furnizarea de lichiditate; istoria monetară britanică, acolo unde s-a născut conceptul, arată că, așa cum nu există bani internaționali, tot așa nu se poate vorbi despre o variantă internaționalizată a acestui instrument de plată (Capie, 2002)<sup>36</sup>. Literatura de specialitate a stabilit un consens asupra ideii că obiectivul principal al unui împrumutător de ultimă instanță – banca centrală, în cele mai multe cazuri – este aceea de a oferi lichiditate piețelor atunci când este nevoie, și *nu* de a salva instituții de credit. Evident, există și riscuri asociate: riscul de hazard moral, de inflație și, nu în ultimul rând deschiderea unei adevărate cutii a Pandorei cu privire la implicații fiscale aferente. Banca Centrală Europeană,

atunci când a început să-și asume, mai mult sau mai puțin explic acest rol, în luna octombrie 2008, a știut că se va confrunta cu aceste riscuri: la început a făcut pasul în mod ezitant și netransparent, însă în luna iulie 2011, atunci când criza financiară a atins Italia și Spania, într-un mod fără precedent, iar piețele financiare au dat semne de mare nervozitate, mergând până la tentația de a exercita un rol dominant, situația s-a schimbat, iar Banca Centrală Europeană a început să furnizeze lichiditate, în mod programat, pe piața titlurilor de stat guvernamentale.

S-a ajuns astfel la situația, fără precedent în istoria Uniunii Europene, în care o instituție europeană de anvergură Băncii Centrale Europene, singura care are capacitatea de a influența piețele financiare în timp real, să fie nevoită să medieze între: (i) capacitatea de a deține controlul permanent și constant asupra instrumentelor și tehnicilor de atingere a obiectivului său fundamental-stabilitatea prețurilor, (ii) autoritatea de a conduce politica monetară a zonei euro și, (iii) capacitatea de a direcționa piețele și nu de a fi direcționată de către piețele financiare. Acest triunghi european disfuncțional (Ash<sup>37</sup>, 2012) arată, pe de o parte, fragilitatea Uniunii Economice și Monetare în fața unei eventuale crize de lichidități și, foarte posibil, cu efecte de contagiune extinse asupra altor state din zona euro, iar pe de altă parte, marea provocare cu care s-a confruntat guvernarea Băncii Centrale Europene. Prin opțiunea de utilizare explicită a funcției de împrumutător de ultimă instanță în circumstanțe de criză, Banca Centrală Europeană a încercat să atingă un punct de echilibru între aceste trei elemente, fără însă să abdice de la mandatul cu care a fost împuternicită de Tratatul de la Maastricht (obiectivul unic - stabilitatea prețurilor și principiul interzicerii finanțării monetare a instituțiilor publice). De fapt, este vorba despre capacitatea de asumare, în vremuri tulburi, a utilizării unor măsuri non-standard (cunoscute sub denumirea de OMT-outright monetary transactions), în condiții tehnice și metodologice bine definite și delimitate juridic.

Reacțiile antagonice nu au ezitat să apară, mai ales din partea celui mai mare inamic al inflației – Banca centrală a Germaniei, Bundesbank. Teama de creștere a ofertei (stocului) de bani (M3-masa monetară) injectată prin piața titlurilor de stat, este principalul contra-argument adus de Bundesbank Băncii Centrale Europene. La rândul său, președintele Draghi<sup>38</sup> și alți membri din Comitetul Executiv al Băncii Centrale Europene<sup>39</sup>, arată că, deși înainte de criza din 2008, ambele agregate monetare, respectiv baza monetară (M0) și stocul de bani/masa monetară (M3) au fost puternic corelate, începând cu octombrie 2008, s-a înregistrat o deconectare în evoluția celor doi indicatori monetari, cu tenduri opuse chiar destul de spectaculoase. Pentru a salva sistemul bancar european, Banca Centrală Europeană a fost nevoită să reevalueze activele monetare de pe bilanțurile contabile, iar în contrapartidă să ofere o creștere mai mare a bazei monetare, dar fără efect direct asupra stocului de bani M3, care a scăzut constant până către sfârșitul anului 2009 și 2010<sup>40</sup>. Din acest punct, discuția ar putea, fără doar și poate, deveni mult mai lungă și mai argumentată; însă este în afara scopului acestui studiu să

evalueze modul în care Banca Centrală Europeană și-a asumat rolul de împrumutător de ultimă instanță.

Ceea ce este important pentru acest material, este următoarea **concluzie**: indiferent cât de mult s-a implicat Banca Centrală Europeană în asumarea funcției de împrumutător de ultimă instanță, obiectivul său unic și mandatul său legal au rămas cele prevăzute în Tratatul de la Maastricht, reiterate mai târziu în Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene. Banca Centrală Europeană nu a renunțat nici o clipă la obiectivul său unic, iar faptul că stabilitatea financiară este pe radarul de observație a decidenților de politică monetară din zona euro arată necesitatea unei delimitări a rolului și funcției de politică monetară de cea de stabilitate financiară și, mergând mai departe cu reforma guvernantei economice europene, de funcția de supraveghere consolidată. În particular, introducerea Uniunii bancare, ca un complement al uniunii monetare, va fi un sprijin real pentru integrarea financiară și pentru mecanismul de transmisie a politicii monetare, reducând astfel povara de pe umerii politicii monetare<sup>41</sup>.

Altfel spus, politicienii și publicul trebuie să înțeleagă că, în condiții de criză și sub auspiciile unei reforme fără precedent de adâncire a Uniunii Economice și Monetare, banca centrală poate face *anumite* lucruri, respectiv politica monetară poate juca un rol critic în calmarea presiunilor de pe piețele financiare și, poate „cumpăra” timp pentru ca decidenții din alte domenii ale politicilor macroeconomice să intervină cu măsuri de ajustare și reformă, dar sigur nu se poate substitui acestor politici, mai ales pe un orizont de timp mediu și lung.

### 2.3. Rezoluția crizei

Implicarea și, mai ales, responsabilitatea băncii centrale în domeniul rezoluției crizei este mai degrabă minimală comparativ cu cea a autorității fiscale; dacă însă autoritatea de supraveghere este parte componentă a băncii centrale iar banca centrală are, conform legii, atribuții în domeniul supravegherii prudențiale, cum este cazul Băncii Naționale a României, atunci implicarea băncii centrale ar putea fi de o anvergură mai amplă, dar încă sub anumite constrângeri legale.

Având în vedere reforma guvernantei economice europene, care are printre obiectivele principale, înființarea Uniunii bancare, se remarcă tendința pentru asumarea unui cadru de rezoluție comun la nivel european. Deocamdată primii doi piloni ai Uniunii bancare sunt încă în construcție; SSM - mecanismul unic de supraveghere, este în stadiul cel mai avansat de finalizare (consens politic) și implementare (anul 2014, cel mai probabil); SRM - mecanismul unic de rezoluție este abia la început, ținând cont că proiectul Comisiei este necunoscut statelor membre, acesta urmând a fi lansat spre consultarea cu statele membre la reuniunea Comitetului Economic și Financiar din 1-2 iulie 2013.

### 3. Concluzii

Integrarea europeană este cel mai ambițios proiect european după cel de-al doilea război mondial. Construirea, graduală, în timp, a Uniunii Europene a arătat, în esență, disponibilitatea șefilor de stat și de guvern din cele mai puternice țări europene de a renunța la o parte din idealurile naționale de identitate și suveranitate în favoarea unor idealuri comune, europene.

Proiectul Uniunii Europene este încă un șantier în lucru care are nevoie de timp pentru a definitiva construcția simultană a celor patru piloni esențiali: uniunea monetară, uniunea economică, uniunea financiară și uniunea politică. Deși guvernarea economică europeană este un amestec de instrumente și mecanisme sofisticate, complexe și uneori chiar birocratice, aceasta poate reprezenta o mare oportunitate în favoarea reformelor, pentru a crea o economie europeană puternică pe termen lung.

Actuala reformă a guvernantei economice europene are deja implicații asupra rolului și responsabilităților băncii centrale. Astfel, banca centrală va trebui să acorde o atenție aproape simetrică considerațiilor de ordin financiar atunci când elaborează și fundamentează decizia de politică monetară; de asemenea, banca centrală va trebui să joace un rol important în politica de macro-prudențialitate, chiar dacă nu va fi responsabilă de implementarea detaliată a măsurilor macro-prudențiale. Pe de altă parte, lărgirea atribuțiilor implică întărirea guvernantei băncii centrale în așa fel încât să-i asigure o marjă suficientă pentru asumarea responsabilităților în limitele mandatului său legal, respectiv păstrarea independenței pentru elaborarea și conducerea politicii monetare, cu scopul atingerii obiectivului primar – stabilitatea prețurilor.

În situații de criză, când banca centrală este sub presiunea piețelor financiare și a constrângerilor date de politicile economice naționale și europene derivate din reforma fără precedent de adâncire a Uniunii Economice și Monetare, politicienii și publicul trebuie să înțeleagă că banca centrală poate face *anumite* lucruri, respectiv politica monetară poate juca un rol critic în calmarea presiunilor de pe piețele financiare și, poate „cumpăra” timp pentru ca decidenții din alte domenii ale politicilor macroeconomice să intervină cu măsuri de ajustare și reformă, dar sigur nu se poate substitui acestor politici, mai ales pe un orizont de timp mediu și lung.

## NOTE

- <sup>1</sup> Isărescu, M., 2013, alocuțiune și prezentare susținută la Universitatea „Lucian Blaga” din Sibiu cu ocazia conferirii titlului de Doctor Honoris Causa, Sibiu, 17 mai
- <sup>2</sup> The conclusions of the European Council (28/29 June 2012) [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf)
- <sup>3</sup> Bergster, F., C., 2012, „Why the euro will survive”, Foreign Affairs, October, page 17 „Towards a genuine Economic and Monetary Union” - Report by President of the European Council
- <sup>4</sup> Herman Van Rompuy in close cooperation with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the European Central Bank [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/focuson/crisis/documents/131201\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/crisis/documents/131201_en.pdf)
- <sup>5</sup> Moutout, Ph., Jung, A., Mongelli, F. P. 2008, ECB Occasional Paper nr 79, the Working of the Eurosystem, Monetary Policy preparations and decision making / selected issues”
- <sup>6</sup> „Towards a genuine Economic and Monetary Union”, December 5th, 2012 - Report by President of the European Council Herman Van Rompuy in close cooperation with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the European Central Bank [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf)
- <sup>7</sup> Pachetul cuprinde următoarele acte normative: (i) Regulamentul Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1466/97 privind consolidarea supravegherii pozițiilor bugetare și supravegherea și coordonarea politicilor economice; (ii) Regulamentul PE și al Consiliului privind aplicarea eficientă a supravegherii bugetare în zona euro; (iii) Regulamentul PE și al Consiliului privind măsurile de executare pentru corectarea dezechilibrelor macroeconomice excesive din zona euro; (iv) Regulamentul PE și al Consiliului privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice; (v) Regulament al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1467/97 privind accelerarea și clarificarea aplicării procedurii de deficit excesiv; (vi) Directiva Consiliului privind cerințele referitoare la cadrele bugetare ale statelor membre.
- <sup>8</sup> Wieser, T, 2013, „A comprehensive approach to Banking Union – Discussion note” – an internal note of the Economic and Financial Committee circulated to its members, not available in printed version, June 16, 2013
- <sup>9</sup> Conform informațiilor disponibile până la data de 21 iunie 2013
- <sup>10</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_ro.pdf)
- <sup>11</sup> Idem 6
- <sup>12</sup> Idem 6
- <sup>13</sup> Idem 6
- <sup>14</sup> Rehn O., 2011, Summary record of the meeting of the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), held in Strasbourg on 7 March 2011

- 
- <sup>15</sup> Secțiunea referitoare la recomandările specifice de țară [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm) și [http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm)
- <sup>16</sup> Raport privind mecanismul de alertă: sprijinirea ajustării macroeconomice în UE, Comunicat de presă, Bruxelles, 28 noiembrie 2013 [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1275\\_ro.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1275_ro.htm)
- <sup>17</sup> Raport privind mecanismul de alertă 2013 elaborat în conformitate cu articolele 3 și 4 din Regulamentul privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amreport2013\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amreport2013_ro.pdf)
- <sup>18</sup> Hallerber, M., 2013, Hertie School of Governance, Bruegel, prezentare la „Conferința informală privind rolul parlamentelor naționale în cadrul unor politici financiare, bugetare și economice mai integrate, în cadrul Semestrului European, raport Parlamentul României, Camera Deputaților, Comisia Afaceri Europene, 29 martie
- <sup>19</sup> BIS: Central bank governance and financial stability” – a report by a BIS Study group chaired by Stefan Ingves, governor of Sveriges Riksbank
- <sup>20</sup> BIS: Central bank governance and financial stability” – a report by a BIS Study group chaired by Stefan Ingves, governor of Sveriges Riksbank, p23
- <sup>21</sup> Mishkin, F. S., and White, E. N., 2003, “U.S. Stock Market Crashes and their Aftermath: Implications for Monetary Policy.” In W. B. Hunter, G. G. Kaufman, and M. Pomerleano (eds.) *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- <sup>22</sup> Obstfeld, M., and Rogoff, K., 2009, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes.” CEPR Discussion Paper No. 7606.
- <sup>23</sup> Rajan, R. G. (2005) “Has Financial Development Made the World Riskier?” In *The Greenspan Era: Lessons for the Future*. Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- <sup>24</sup> Reinhart, C., and Rogoff, K. (2009) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, N.J.: Princeton University Press și Simons, H. C. (1948) “A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy.” In *Economic Policy for a Free Society*. Chicago: University of Chicago Press
- <sup>25</sup> IMF Report, 2010, the Fund’s role regarding cross-border capital flows, November 15th, pag 25-40 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>
- <sup>26</sup> Isărescu, M., 2012, „Politica monetară în perioada tranziției. Gestionarea modificărilor de paradigmă”, Conferința anuală a Asociației Europene de Istorie Bancară, București, 7 iunie 2012, p 16-19
- <sup>27</sup> Baring, Francis, 1797, “Observations on the Establishment of the Bank of England”, Hinerba Prefs
- <sup>28</sup> Kindleberger, C., 2011, “Manias, panics and crashes : a history of financial crises”, Palgrave Macmillan
- <sup>29</sup> Humphrey, T. and Timberlake, R., June 19. 2009, "The Fed's Deviation from Classical Thornton-Bagehot Lender-of-Last-Resort Policy", <http://www.youtube.com/watch?v=IQMzIU6WVgY>: Recording of Lecture at University of Richmond
- <sup>30</sup> Citat aparținând lui Bagehot, W, preluat din cartea „The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?” scrisă de Peter B. Kenen, 2011, pag. 58
- <sup>31</sup> Larosiere, J, 2005, “Reflections on the future of cooperation between central banks”, BIS Papers No 27, “Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion”, p. 13



- <sup>32</sup> „BIS: Central bank governance and financial stability” – a report by a BIS Study group chaired by Stefan Ingves, governor of Sveriges Riksbank, p23
- <sup>33</sup> Fischer, S., 1999, "On the Need for an International Lender of Last Resort". *The Journal of Economic Perspectives* (American Economic Association) 13 (4): 85–104.
- <sup>34</sup> Goodhart, C. and Huang, H., 2000, "A Simple Model of an International Lender of Last Resort". *Economic Notes* (Blackwell Publishers Ltd) 29 (1): 1
- <sup>35</sup> Obstfeld, M., 2009, "Lender of Last Resort in a Globalized World". Coleman Fung Risk Management Research Center Working Paper 03
- <sup>36</sup> Capie F., 2002, „Can there be an International Lender-of-Last-Resort?”, *International Finance*, Volume 1, Issue 2, pages 311-325
- <sup>37</sup> Ash, T. G., 2012, „The crisis of Europe-How the Union come together and why it is falling apart”, *Foreign Affairs*, September/October 2012, pag 9
- <sup>38</sup> Draghi, M., 2012 Discussion on ECB policies with Members of Parliament, Berlin, October 24
- <sup>39</sup> Merch Y., 2013, key note address to Journee Boursiere, Luxembourg May 6, „The euro and the ECB: perspectives and challenges ahead”
- <sup>40</sup> De Grauwe, P., 2011, The European Central Bank as a lender of last resort, <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort>
- <sup>41</sup> Merch Y., 2013, key note address to Journee Boursiere, Luxembourg May 6, „The euro and the ECB: perspectives and challenges ahead”

## BIBILOGRAFIE

- Ash, T. G., 2012, „The crisis of Europe-How the Union come together and why it is falling apart”, Foreign Affairs, September/October 2012, pag 9
- Bagehot, W, citat în cartea „The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?” scrisă de Peter B. Kenen, 2011, pag 58
- Baring, F., 1797, “Observations on the Establishment of the Bank of England”, Hinerba Prefs
- Bergster, F., C., 2012, „Why the euro will survive”, Forreign Affairs, October, page 17
- BIS: Central bank governance and financial stability” – a report by a BIS Study group chaired by Stefan Ingves, governor of Sveriges Riksbank
- Capie F., 2002, „Can there be an International Lender-of-Last-Resort?”, International Finance, Volume 1, Issue 2, pages 311-325
- De Grauwe, P., 2011, “The European Central Bank as a lender of last resort”, <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort>
- Draghi, M, 2012 Discussion on ECB policies with Members of Parliament, Berlin, October 24
- Goodhart, C. and Huang, H., 2000, "A Simple Model of an International Lender of Last Resort", Economic Notes (Blackwell Publishers Ltd) 29 (1): 1
- Fischer, S., 1999, "On the Need for an International Lender of Last Resort". The Journal of Economic Perspectives (American Economic Association) 13 (4): 85–104.
- Hallerber, M.,2013, Hertie School of Governance, Bruegel, prezentare la „Conferința informală privind rolul parlamentelor naționale în cadrul unor politici financiare, bugetare și economice mai integrate, în cadrul Semestrului European, raport Parlamentul României, Camera Deputaților, Comisia Afaceri Europene, 29 martie
- Humphrey, T. and Timberlake, R., June 19. 2009, "The Fed's Deviation from Classical Thornton-Bagehot Lender-of-Last-Resort Policy", <http://www.youtube.com/watch?v=IQMzIU6WVgY>: Recording of Lecture at University of Richmond
- IMF Report, 2010, “the Fund’s role regarding cross-border capital flows”, November 15th, pag. 25-40 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>
- Isărescu, M., 2012, „Politica monetară în perioada tranziției. Gestionarea modificărilor de paradigmă”, Conferința anuală a Asociației Europene de Istorie Bancară, București, 7 iunie 2012, p 16-19

- Isărescu, M., 2013, alocuțiune și prezentare susținută la Universitatea „Lucian Blaga” din Sibiu cu ocazia conferirii titlului de Doctor Honoris Causa, Sibiu, 17 mai
- Kindleberger, C., 2011, “Manias, panics and crashes: a history of financial crises”, Palgrave Macmillan
- Larosiere, J., 2005, “Reflections on the future of cooperation between central banks”, BIS Papers No 27, “Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion”, p. 13
- Mersch Y., 2013, key note address to Journee Boursiere, Luxembourg May 6, „The euro and the ECB: perspectives and challenges ahead”
- Mishkin, F. S., and White, E. N., 2003, “U.S. Stock Market Crashes and their Aftermath: Implications for Monetary Policy.” In W. B. Hunter, G. G. Kaufman, and M. Pomerleano (eds.) “Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies”, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Moutout, Ph., Jung, A., Mongelli, F. P. 2008, ECB Occasional Paper nr 79, the Working of the Eurosystem, Monetary Policy preparations and decision making / selected issues”
- Obstfeld, M., 2009, "Lender of Last Resort in a Globalized World". Coleman Fung Risk Management Research Center Working Paper 03
- Obstfeld, M., and Rogoff, K., 2009, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes.” CEPR Discussion Paper No. 7606.
- Rajan, R. G. (2005) “Has Financial Development Made the World Riskier?” In “The Greenspan Era: Lessons for the Future”, Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Reinhart, C., and Rogoff, K. (2009) “This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly” Princeton, N.J.: Princeton University Press și Simons, H. C. (1948) “A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy.” In “Economic Policy for a Free Society”, Chicago: University of Chicago Press
- Rehn O., 2011, Summary record of the meeting of the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), held in Strasbourg on 7 March 2011,
- Wieser, T, 2013, „A comprehensive approach to Banking Union – Discussion note” – an internal note of the Economic and Financial Committee circulated to its members, not available in printed version, June 16, 2013
- The European Council - The conclusions of the European Council (28/29 June 2012)
- [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131388.pdf)
- The European Council - „Towards a genuine Economic and Monetary Union”, June 12, 2012, -Report by President of the European Council Herman

Van Rompuy in close cooperation with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the European Central Bank

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/focuson/crisis/documents/131201\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/crisis/documents/131201_en.pdf)

The European Council - „Towards a genuine Economic and Monetary Union”, December 5th, 2012 -Report by President of the European Council Herman Van Rompuy in close cooperation with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the European Central Bank  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf)

The European Council - pachetul legislativ privind guvernarea economică europeană care cuprinde următoarele acte normative: (i) Regulamentul Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1466/97 privind consolidarea supravegherii pozițiilor bugetare și supravegherea și coordonarea politicilor economice; (ii) Regulamentul PE și al Consiliului privind aplicarea eficientă a supravegherii bugetare în zona euro; (iii) Regulamentul PE și al Consiliului privind măsurile de executare pentru corectarea dezechilibrelor macroeconomice excesive din zona euro; (iv) Regulamentul PE și al Consiliului privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice; (v) Regulament al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1467/97 privind accelerarea și clarificarea aplicării procedurii de deficit excesiv; (vi) Directiva Consiliului privind cerințele referitoare la cadrele bugetare ale statelor membre.

The European Council - [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_ro.pdf)

The European Council - Secțiunea referitoare la recomandările specifice de țară [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm) și [http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm)

The European Council - Raport privind mecanismul de alertă: sprijinirea ajustării macroeconomice în UE, Comunicat de presă, Bruxelles, 28 noiembrie 2013

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1275\\_ro.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1275_ro.htm)

The European Council - Raport privind mecanismul de alertă 2013 elaborat în conformitate cu articolele 3 și 4 din Regulamentul privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amreport2013\\_ro.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amreport2013_ro.pdf)

Codul seriei

ISSN 1222-5401



9 1771222 1540001

Codul volumului

ISBN 973-159-174-5



9 1769731 1591742