

## RELEVANȚA CICLICITĂȚII PENTRU DIRECȚIILE DE ACȚIUNE ALE BĂNCILOR CENTRALE

### The RELEVANCE OF CYCLICITY FOR CENTRAL BANKS' DIRECTIONS OF ACTION

Dorina Clichici\*

*Institutul de Economie Mondială – Academia Română, București, România*

#### Rezumat

*Amploarea și severitatea crizei economice și financiare mondiale, declanșată de criza creditelor subprime în SUA, a readus în discuții problema ciclului economic și a rolului stabilizator al politicilor statului în contextul ciclicității. Diminuarea ritmului de creștere a PIB-ului la nivel mondial, înregistrată în anul 2009, a fost semnificativă, recesiunea economică fiind generată și amplificată de factori financiari. Scopul articolului este de a argumenta relevanța ciclicității pentru direcțiile de acțiune ale băncilor centrale. Articolul sintetizează determinanții evoluției ciclice a economiei, expune particularitățile ciclului financiar și cauzele efectului amplificator al fluctuațiilor factorilor financiari asupra ciclului economic și prezintă totodată viziunile curente privind intervențiile băncilor centrale în vederea prevenirii dezechilibrelor financiare, cu accent pe situația din perioada de post-criză.*

**Cuvinte-cheie:** ciclu economic, ciclu financiar, bănci centrale, politică monetară, teorie economică

**Clasificare JEL:** E32, E44, E52, G21, E10

#### Abstract

*The extent and severity of the global financial and economic crisis, which started with the subprime credit crisis in the US, has revived discussions on the issue of economic cycles and the stabilizing role of state policies in the context of cyclicity. The decline in global GDP growth rate in 2009 was significant, with the economic downturn being triggered and amplified by financial factors. The purpose of this article is to argue for the relevance of cyclicity for central banks' directions of action. The article reviews briefly the determinants of business cycles, and presents the peculiarities of the financial cycle, as well as the causes of the boosting effect of financial fluctuations for the economic cycle. It also highlights the current views on central bank's interventions to prevent financial imbalances, with a focus on the post-crisis situation.*

**Key words:** business cycle, financial cycle, central banks, monetary policy, economic theory

**JEL Classification:** E32, E44, E52, G21, E10

---

\* Autor de contact: Dr. Clichici Dorina, e-mail: dorina.clichici2@gmail.com

## 1. Cauzele evoluției ciclice a economiei

În aprilie 1967, în cadrul conferinței internaționale, ce a avut loc la Londra, cu tema: „Este ciclul de afaceri un termen depășit?”, Geoffrey H. Moore<sup>1</sup> a răspuns: „Întrebarea pusă de această conferință poate fi considerată depășită, însă problema boom-urilor și recesiunilor nu este” (Mintz, 1969). Suspectarea dispariției ciclului de afaceri avea la bază moderația recesiunilor economice. La sfârșitul anilor '90, accelerarea creșterii productivității, ca urmare a progreselor tehnologice, stabilizării efectelor globalizării și liberalizării financiare au contribuit la diminuarea volatilității agregatului producției, episoadele de expansiune au devenit mai lungi, iar recesiunile mai scurte și mai line, generând impresia că ciclul economic aparține trecutului. Amploarea și severitatea crizei economice și financiare mondiale, declanșată de criza creditelor subprime în anul 2007 în SUA, au readus în discuții problema ciclului economic<sup>2</sup> și a rolului stabilizator al politicilor statului în contextul ciclicității (politicilor anticiclice).

Identificarea fazelor ciclului economic are loc, în general, prin măsurarea mișcărilor ascendente și descendente ale PIB-ului în jurul trendului (însă au relevanță și alți indicatori, precum gradul de ocupare a forței de muncă, rata inflației, rata dobânzii, cererea de consum). Istoric, niciun ciclu economic nu s-a identificat unul cu altul, fluctuațiile ciclice fiind determinate de factori ce țin de funcționarea activității economice și de interdependențele dintre părțile sale, care „pot genera diferite tipuri de șocuri ce pot afecta cererea și oferta pe piețele financiare și reale” (Manolescu, 2009, p. 242).

În evoluția gândirii economice, *cauzele evoluției ciclice* a economiei au fost abordate diferit, în funcție de perioada istorică a existenței acestora. O lungă perioadă de timp a fost respinsă ideea precum că sistemul economic poate intra în criză (sfârșitul secolului al XVIII-lea – începutul secolului al XIX-lea), dominată de teza clasică a lui J. B. Say („teoria dezechilibrului”). Deși perioada secolului al XIX-lea a fost marcată de fluctuații ale activității economice, inclusiv de crize (de exemplu, Lunga Depresiune ce a durat din 1873 până în 1879 și a fost generată de speculații financiare și schimbări tehnologice), teoria economică se baza încă pe ideea de autoreglare a economiei, considerând cauzele crizelor ca fiind exogene mecanismului economic.

Marea Depresiune din 1929-1933, prin persistența și adâncimea sa, a demonstrat irelevanța ideii clasice privind asigurarea echilibrului economic și a contribuit la

---

<sup>1</sup> Geoffrey H. Moore (28 februarie 1914 - 9 martie 2000) – fost analist al ciclurilor economice, care a activat în cadrul Biroului Național de Cercetări Economice (NBER) din SUA. În anul 1996, la New York, Moore a fondat Institutul de Cercetare a Ciclului Economic.

<sup>2</sup> În caracterizarea ciclicității, ca formă de mișcare a activității economice, se pornește de la succesiunea și repetabilitatea în timp a unor stări ale economiei (faze ale ciclului) care seamănă în linii generale de la un ciclu la altul; în fiecare fază starea și performanțele agregate ale economiei au anumite caracteristici, diferite de la o fază la alta. Fazele mișcării ciclice se condiționează reciproc și, în unitatea, lor pregătesc premisele care asigură activității economice continuitate, schimbări calitative și progres (Coșea *et al.*, 1995).

## IMPACTUL TRANSFORMĂRILOR SOCIO-ECONOMICE ȘI TEHNOLOGICE LA NIVEL NAȚIONAL EUROPEAN ȘI MONDIAL

---

recunoașterea existenței în sistemul economic a unor mecanisme destabilizatoare endogene care generează fluctuații ciclice, iar factorii exogeni (condițiile naturale, sociale, politice etc.) doar amplifică acțiunea acestor mecanisme. Astfel, ideea intervenției sistematice a statului în repornirea motorului creșterii economice a fost preluată de Keynes și discipolii săi (Samuelson, Hicks, Mundell, Fleming), conform căreia imperfecțiunile pieței fac necesară această imixtiune pentru aplatizarea fluctuațiilor economice și maximizarea bunăstării sociale prin politici anticiclice (politica fiscală și politica monetară). Abordarea keynesiană susține că *variația cererii agregate*, stimulată de instabilitatea inerentă și volatilitatea cererii de investiții, este responsabilă pentru generarea de cicluri. Iar volatilitatea investițiilor, la rândul său, este determinată de fluctuația eficienței marginale a capitalului în raport cu rata dobânzii. De aceea, statul trebuie să creeze condiții economice care să reducă amplitudinea fluctuației respective (Keynes, 2009).

O altă cauză a evoluției ciclice este explicată prin *variația ofertei factorilor de producție* de către teoriile supraacumulării de capital (Schumpeter, Wicksell, Cassel, Hayek). Se argumentează că manifestările de criză și recesiunile ciclice s-ar declanșa ca urmare a deteriorării rentabilității investițiilor și, implicit, a capitalului fix existent care depășește nevoile reale ale economiei (Dobrotă, 2009). Economistul austriac J. Schumpeter (1939) a explorat evoluția ciclică a sistemului economic mondial concentrându-și analiza pe rolul important asumat de inovație în demararea unei noi faze de dezvoltare economică. Starea de echilibru al sistemului economic este perturbată doar prin puterea de inovare, privită ca un factor endogen sistemului economic (are loc acumularea unei mase critice de invenții neexploatate în perioada în care investițiile sunt în declin).

Stagflația înregistrată în anii '70, caracterizată prin scăderea veniturilor, reducerea consumului, creșterea șomajului și a prețurilor, a pus multe probleme băncilor centrale, în practică neexistând măsuri pentru combaterea concomitentă a inflației și a contracției economice. În acest context au eșuat politicile keynesiene, de stimulare perpetuă a cererii agregate, *oferta agregată* fiind readusă în prim-plan de monetariști (Friedman, Phelps, Laidler). Nivelurile medii ale ocupării forței de muncă și producției sunt considerate independente de cererea agregată. Masa monetară este cea care determină fluctuațiile produsului național, iar fluctuațiile ofertei de monedă devin un factor exogen de instabilitate economică<sup>3</sup>. Friedman (1968) argumentează că politica monetară poate preveni ca banii să devină ei înșiși o sursă majoră de perturbare a economiei, poate să asigure un fundal stabil pentru economie și poate să contribuie la anihilarea perturbațiilor majore în sistemul economic rezultate din alte surse.

---

<sup>3</sup> În accepțiunea lui Friedman, doar reglarea masei monetare exercită un efect global asupra economiei, celelalte instrumente tradiționale ale politicii macroeconomice nu produc decât realocări, care sunt nefaste. Însă intervenția asupra masei monetare trebuie făcută cu prudență, existând decalaje de timp între modificările masei monetare și cele ale activității economice: după o schimbare în crearea banilor, producția reacționează cu circa 9 luni mai târziu, nivelul prețurilor fiind afectat doar după 18 luni. În contextul în care conjunctura economică evoluează, o măsură luată cu 9 luni mai devreme riscă să devină prociclică.

## CAPITOLUL VI PIEȚE FINANCIARE INTERNAȚIONALE

---

Teoria ciclului real de afaceri (Rebelo, 2005) a pus accentul pe rolul *ofertei agregate*, explicând ciclul de afaceri ca fiind datorat exclusiv *șocurilor reale* de productivitate (tehnologice) și nu celor nominale, ca rezultat al ajustărilor determinate de modificările exogene ce au loc în economia reală. Potrivit acestei teorii, guvernele ar trebui să se concentreze asupra modificărilor de politică structurală pe termen lung și să nu intervină printr-o politică fiscală sau monetară discreționară, concepute pentru a diminua în mod activ fluctuațiile economice pe termen scurt. Teoria neo-keynesiană (Krugman, Romer, Woodford, Bernanke, Blanchard, Gali) scoate în evidență importanța anticipațiilor. Aceasta susține că politicile de macrostabilizare pot fi eficiente chiar în lipsa unei acțiuni directe asupra variabilelor macroeconomice, important fiind să se asigure un optimism crescut al mediului de afaceri privind evoluția economică.

Abordarea actuală a ciclicității economice constituie o sinteză a ideilor teoriei keynesiene și celei monetariste, care presupune că statul poate limita amplitudinea fluctuațiilor activității economice prin politici contraciclice. În elaborarea politicilor macroeconomice se ține cont de faptul că producția agregată este influențată pe termen scurt de factori de natura cererii agregate și pe termen lung de factorii ofertei agregate, luând în considerare că ajustarea la cererea agregată a capacităților de producție, a factorului muncă și a proceselor tehnologice durează în timp. Din această cauză, politica monetară nu poate influența pe termen lung nivelul producției, însă poate influența cererea agregată pe termen scurt și în acest mod variabilele reale. Este important rolul anticipațiilor agenților economici în formularea politicilor macroeconomice și în sporirea eficacității acestora, în condițiile asumării unui angajament credibil și de durată de către autorități.

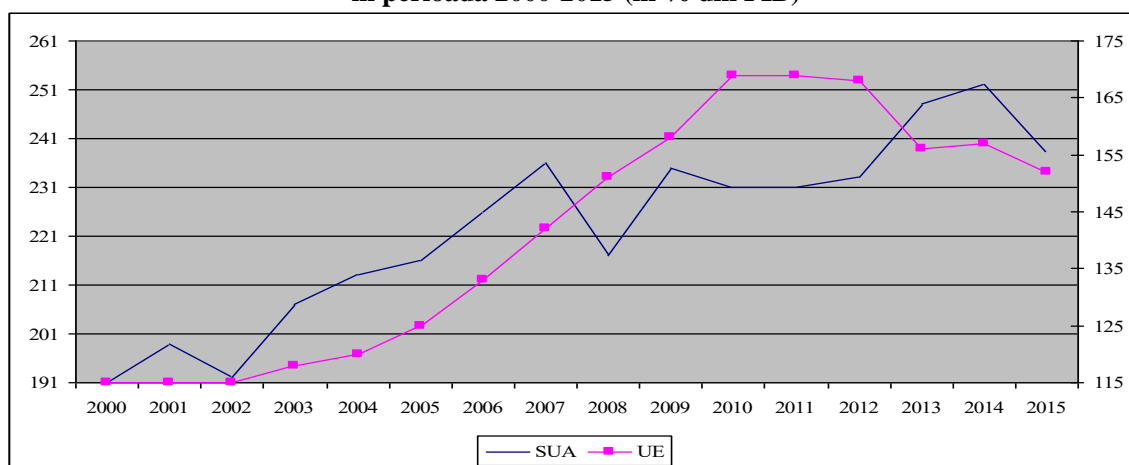
### **2. Factorii financiari ai intensificării fluctuațiilor ciclice**

Ținând cont de severitatea crizei financiare și economice mondiale, precum și de factorii financiari care au stat la baza acestei crize (asumarea de riscuri excesive de către băncile din SUA și implicarea în operațiuni de securitizare netransparente), se poate afirma că, în perioada de pre-criză, în elaborarea politicilor macroeconomice a fost ignorat ciclul financiar. Mai multe studii au dezvăluit însă faptul că evoluțiile din sectorul financiar au avut un impact major în formarea rezultatelor macroeconomice, amplificând fluctuațiile economice și conducând la dificultăți financiare grave și dezechilibre economice, iar în unele cazuri, au contribuit la o rupere completă a legăturii normale dintre cei care economisesc și investitori, dezvăluind caracterul prociclic al sistemului financiar (Borio *et al.*, 2001; Lowe & Borio, 2002; Saurina & Jimenez, 2006; Dell'Araccia & Marquez, 2006; Aikman *et al.*, 2010; Schularick & Taylor, 2009; Jordá *et al.*, 2011; Borio, 2012). Caracterul prociclic este redat de evoluția variabilelor financiare, care în perioade de expansiune economică înregistrează un trend crescător, alimentând boom-ul, și invers, în perioade de recesiune economică acestea se restrâng, contribuind la adâncirea recesiunii.

## IMPACTUL TRANSFORMĂRILOR SOCIO-ECONOMICE ȘI TEHNOLOGICE LA NIVEL NAȚIONAL EUROPEAN ȘI MONDIAL

Explicația prociclicității sistemului financiar își are rădăcinile în asimetria informațiilor între debitori și creditori (Borio *et al.*, 2001). În condițiile unei depresiuni economice și unor valori scăzute ale colateralelor, asimetriile de informații pot însemna că și debitorii cu proiecte profitabile întâmpină dificultăți privind obținerea finanțării. Atunci când condițiile economice se îmbunătățesc, valoarea garanțiilor crește, iar aceste firme sunt în măsură să obțină acces la finanțare externă, ceea ce acționează în calitate de stimul economic, amplificând ciclicitatea. Această explicație a ciclurilor economice și financiare este cunoscută sub denumirea de „accelerator financiar”.<sup>4</sup> Acesta însă nu este unicul factor financiar al intensificării fluctuațiilor ciclice ale activității economice. Răspunsurile inadecvate ale participanților la piața financiară la modificările riscului în timp constituie un alt factor destabilizator. Dificultățile de evaluare a riscurilor conduc la subestimarea riscului în perioade de boom și la supraestimarea acestuia în recesiune. Saurina & Jimenez (2006) au adus dovezi empirice privind existența unor standarde de creditare mai permissive în perioadele de expansiune economică ce sporesc ulterior riscul de credit. În vremuri prielnice, atât debitorii, cât și creditorii sunt prea încrezători cu privire la proiectele de investiții și la capacitatea acestora de a rambursa și de a-și recupera împrumuturile, comisioanele aferente și ratele dobânzilor. Optimismul băncilor privind perspectivele de viitor ale debitorilor și creșterea concurenței instigă la politici de creditare liberale cu standarde de creditare mai puțin severe, contribuind la o expansiune exagerată a creditului. Un exemplu elocvent în acest sens sunt Statele Unite, unde nivelul creditului intern oferit de sectorul financiar, ca pondere în PIB, a sporit vertiginos în perioada de pre-criză (Graficul 1), degenerând în criza creditelor subprime. Aceeași tendință de creștere a creditului intern s-a remarcat și în UE, însă momentul în care acest indicator a intrat pe o pantă descendentă (anul 2010) a fost diferit de cel din SUA (anul 2007), fiind influențat de criza datoriilor suverane.

**Graficul 1: Creditul intern oferit de sectorul financiar în SUA și UE, în perioada 2000-2015 (în % din PIB)**



Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor Băncii Mondiale (World Bank, 2016).

<sup>4</sup> Acest concept are o istorie lungă, fiind abordat încă de Fisher (1933) și preluat de Bernanke & Gertler (1995), Kiyotaki & Moore (1997), Bernanke *et al.* (1999).

## CAPITOLUL VI PIEȚE FINANCIARE INTERNAȚIONALE

---

Trăsăturile distinctive ale ciclurilor financiare identificate și sintetizate recent sunt următoarele (Borio, 2012):

Ciclul financiar este descris cel mai bine în termenii creditului și prețurilor proprietății. Aceste variabile au tendința de covariație destul de strânsă, confirmând importanța creditului în finanțarea activității imobiliare.

Ciclul financiar are o frecvență mult mai redusă și o durată mult mai lungă decât ciclurile de afaceri. Astfel, ciclurile financiare durează în medie 16 ani, în timp ce ciclurile de afaceri, între 1 și 8 ani.

Vârfurile ciclurilor financiare coincid, de regulă, cu momentul declanșării crizelor bancare sistemice. Recesiunile economice care coincid cu faza de contracție a ciclului financiar sunt deosebit de grave. În medie, PIB-ul scade cu aproximativ 50% mai mult decât în cazul recesiunilor ce nu sunt asociate cu crize financiare (Drehmann *et al.*, 2012).

Monitorizarea evoluției creditului și a prețurilor activelor ajută la detectarea în timp real a acumulării excesive de riscuri prevestitoare de crize financiare, cu o precizie destul de bună și luarea de măsuri de atenuare a acestora.

Lungimea și amplitudinea ciclului financiar nu sunt constante; ele depind de regimurile politice existente – regimul financiar și al politicii monetare –, precum și de tendințele economiei reale.

Combinăția dintre evoluția creditului și evoluția prețurilor imobiliare surprinde cel mai bine legătura dintre ciclul financiar, ciclul de afaceri și crizele financiare (Drehmann *et al.*, 2012). Indicatorii cei mai relevanți de identificare a fazelor ciclului financiar reflectați în studiile de specialitate se bazează pe abaterile pozitive simultane de la normele istorice ale cotei creditului sectorului privat în PIB și ale prețurilor activelor, în special prețurile pieței imobiliare (Borio & Drehmann, 2009; Drehmann *et al.*, 2012; Alessi & Detken, 2009; Comunale, 2015).

Întrucât greșelile instituțiilor financiare privind politica de creditare promovată (de exemplu, standarde de creditare mai permissive în perioadele de expansiune economică ce sporesc ulterior riscul de credit) apar în perioadele favorabile din punct de vedere economic și amplifică fluctuațiile ciclului economic, rezultă că un răspuns atât prudential, cât și de natură monetară din partea autorităților de supraveghere ar putea fi necesar în acele momente.

### **3. Viziuni privind intervențiile băncilor centrale de prevenire a dezechilibrelor financiare**

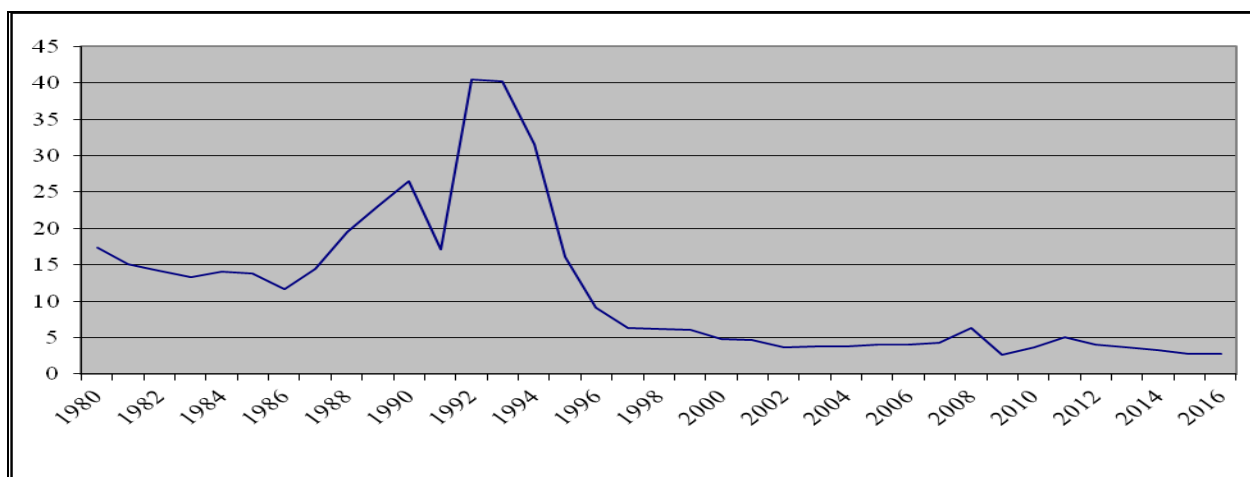
Studiile de specialitate care abordează problema dezechilibrelor financiare și direcțiile posibile de intervenție a băncilor centrale în scopul diminuării efectelor negative ale acestor dezechilibre asupra variabilelor economice agregate sunt împărțite, unele recomandă aplicarea

## IMPACTUL TRANSFORMĂRILOR SOCIO-ECONOMICE ȘI TEHNOLOGICE LA NIVEL NAȚIONAL EUROPEAN ȘI MONDIAL

politicilor macroprudențiale (Yellen, 2009; Isărescu, 2013a; Schoenmaker & Wierds, 2016), altele, pe lângă politicile macroprudențiale, sugerează și relevanța politicii monetare în prevenirea dezechilibrelor financiare (Lowe & Borio, 2002). În opinia președintelui Consiliului de Administrație al Sistemului Federal de Rezerve al SUA, Janet Yellen (2009), politica monetară ar trebui să răspundă la evoluțiile prețurilor activelor doar în măsura în care acestea afectează traiectoriile viitoare ale cererii agregate și ale prețurilor. Totuși, identificarea unei bule speculative în timp util pentru ca o acțiune de politică monetară să fie eficace este dificilă, având în vedere imprecizia modelelor de evaluare (Yellen, 2009). În plus, promovarea unei politici monetare cu scopul de a contracara o bulă speculativă, și de a evita astfel supraîncălzirea economiei, poate să prejudicieze celelalte obiective (Isărescu, 2013a). De aceea, se recomandă să se *acționeze* prin politici macroprudențiale<sup>5</sup>, odată ce politica monetară dispune în mod independent doar de rata dobânzii, care nu este suficientă în acest scop.

Dezechilibrele financiare menționate în paragraful anterior (efectele acceleratorului financiar, subestimarea sau supraestimarea riscului de credit, aplicarea unor standarde de credit mai permissive sau mai restrictive etc.) se pot constitui, de asemenea, într-un mediu cu o inflație scăzută și, în anumite condiții, este necesar un răspuns de politică pentru a stăpâni aceste dezechilibre (Lowe & Borio, 2002). Un exemplu în acest sens este perioada de precriză, caracterizată prin nivelul ratei inflației destul de scăzut la nivel mondial, care a creat un mediu favorabil pentru dezvoltarea dezechilibrelor financiare și a limitat ulterior marja de manevră a acțiunilor autorităților monetare pentru a susține creșterea economică (Graficul 2).

**Graficul 2: Dinamica ratei inflației la nivel mondial în perioada 1980-2016, măsurată prin indicele prețurilor de consum, medii anuale (în %)**



Notă: Estimări pentru 2016.

Sursa: Reprezentare a autorului pe baza datelor FMI (IMF, 2016).

<sup>5</sup> Rolul supravegherii macroprudențiale constă în prevenirea acumulării excesive de riscuri generate de factori externi și de deficiențe ale pieței și totodată atenuarea fluctuațiilor ciclului financiar, asigurând în acest mod o contribuție sustenabilă a sistemului financiar la creșterea economică.

## CAPITOLUL VI PIEȚE FINANCIARE INTERNAȚIONALE

---

În timp ce identificarea dezechilibrelor financiare ex-ante poate fi dificilă, Lowe & Borio (2002) prezintă dovezi empirice că acest lucru nu este imposibil. O creștere rapidă a creditului combinată cu creșteri exagerate ale prețurilor activelor sporesc probabilitatea unui episod de instabilitate financiară. Ei susțin, de asemenea, că în timp ce o inflație scăzută și stabilă promovează stabilitatea financiară, aceasta sporește probabilitatea unei presiunii exercitate de cererea în exces, mai întâi de toate asupra agregatelor de credit și prețurilor activelor, apoi asupra prețurilor bunurilor și serviciilor. Prin urmare, în cazul apariției unor riscuri semnificative privind stabilitatea financiară, o modificare ușoară a regimului de politică monetară, în cadrul căreia banca centrală ar răspunde nu numai presiunilor inflaționiste pe termen scurt, dar, de asemenea, cel puțin ocazional, dezechilibrelor financiare, poate asigura în cele din urmă o mai bună combinație între stabilitatea monetară și cea financiară. În cadrul unui astfel de regim, banca centrală ar putea opta pentru rate ale dobânzii mai mari decât cele justificate de perspectiva inflației pe termen scurt, în cazul în care există semne clare de dezechilibre financiare, cum ar fi situația în care se înregistrează o creștere rapidă a creditului și a prețurilor activelor. Justificarea aplicării acestui regim constă în faptul că ratele mai înalte ale dobânzilor ar putea contribui la limitarea exceselor financiare și, astfel, la reducerea probabilității viitoare de instabilitate financiară și, eventual, la subestimarea susținută a obiectivului de inflație.

Oportunitatea unui astfel de regim de politică monetară depinde de o serie de factori (Lowe & Borio, 2002): (a) capacitatea autorităților de a identifica dezechilibrele financiare; (b) utilitatea altor instrumente, inclusiv de politică prudențială; (c) eficacitatea creșterii ratei dobânzii în calitate de instrument de limitare a dezechilibrelor; (d) măsura în care reacțiile băncii centrale pot crea hazard moral. O funcție de reacție a politicii monetare ce nu răspunde unor astfel de dezechilibre ar putea contribui la dezvoltarea unui boom distrugător în economia reală.

În anul 1969, Burns, argumenta necesitatea completării gamei de „arme contraciclice”, în condițiile schimbărilor economice din acea perioadă, menționând faptul că în confruntarea cu inflația, factorii de decizie au avut mai puțină imaginație și au fost mai puțin întreprinzători, punând accent doar pe politica de creditare restrictivă. Evoluțiile perioadei de post-criză au afectat canalele de transmisie monetară tradiționale, instrumentul convențional – cel al ratei de bază – neavând o influență asupra altor rate ale dobânzii în măsura în care o făcea înainte de criză (Szczerbowicz, 2012). De aceea, „armele contraciclice” convenționale au fost completate cu cele neconvenționale. În Zona euro, de exemplu, măsurile neconvenționale implementate de autoritățile monetare în perioada de post-criză au fost: furnizarea de lichidități nelimitate în euro și în unele valute străine, prelungirea scadenței împrumuturilor, acceptarea unei game mai largi de colaterale și achiziții directe de active private și guvernamentale.

Datele empirice demonstrează că, atunci când recesiunile economice coincid cu crize financiare, politica monetară este mai puțin eficientă, iar beneficiile pentru relansarea



## IMPACTUL TRANSFORMĂRILOR SOCIO-ECONOMICE ȘI TEHNOLOGICE LA NIVEL NAȚIONAL EUROPEAN ȘI MONDIAL

---

ulterioară a producției sunt iluzorii, date fiind deficiențele ce se pot produce în mecanismul de transmisie a politicii monetare. În plus, dezintermedierea sectorului privat în timpul unei recesiuni contribuie la producerea unei recuperări mai rapide (Bech *et al.*, 2012).

În mod obișnuit, în perioade de recesiune, politica monetară funcționează prin încurajarea creditului, a creșterii prețurilor activelor și a asumării de riscuri. Condițiile inițiale însă, care au format fondul de la care s-a pornit în perioada de post-criză, includ deja datoriile și prețurile ale activelor mari și o asumare mare de riscuri, generând astfel o tensiune inevitabilă între modul în care funcționează politica și direcția în care ar trebui să se îndrepte economia. Politica monetară este mai puțin eficientă în ceea ce privește stimularea cererii agregate în contextul unei „recesiuni a bilanțurilor”. Agenții economici excesiv de îndatorați nu doresc să se împrumute pentru a cheltui, iar un sistem financiar deteriorat este mai puțin eficient în transmiterea spre economie a direcției politicii monetare. În plus, datorită anticipațiilor privind cerințele crescute de capital formulate de reglementatori, băncile comerciale preferă să țină lichiditatea suplimentară la banca centrală decât să acorde credite. Astfel, în majoritatea economiilor dezvoltate, au existat mari creșteri ale bazei monetare și creșteri moderate ale banilor în sens larg, fără ca inflația să sporească. Capcana lichidității în care au intrat economiile dezvoltate a demonstrat faptul că încă pot avea loc șocuri capabile să împingă inflația către nivelul zero, ceea ce a pus în discuție nivelul optim al inflației, având la bază argumentul că de la niveluri reduse inflația poate intra mult mai ușor pe palierul negativ, iar băncile centrale sunt constrânse în această situație să apeleze la măsuri neconvenționale ale politicii monetare. În această ordine de idei, Blanchard *et al.* (2010) sugerează oportunitatea modificării țintei actuale de inflație, de la 2% la 4%, ceea ce ar oferi o posibilitate mai mare de manevră politicii monetare în cazul apariției unor șocuri, și ar permite variații mai ample ale dobânzii nominale.

Luând în considerare faptul că influența politicilor macroeconomice este sever constrânsă în perioada următoare declanșării unei crize financiare, trebuie schimbată abordarea în ceea ce privește adoptarea politicilor. Este esențială în acest sens adoptarea de politici adecvate în perioada de expansiune în scopul de a atenua efectele negative din perioada de recesiune (Isărescu, 2013b). Este recomandat să se acționeze prin politici macroprudențiale, ce presupun crearea de provizioane în perioada de avânt, pentru a fi folosite în perioada de declin (amortizorii de capital recomandați de Comitetul Basel pentru Supraveghere Bancară în Acordul Basel III) (Schoenmaker & Wierts, 2016). În scopul detectării vulnerabilităților din timp, politica monetară trebuie să se axeze pe extinderea orizontului de prognoză privind evaluarea riscurilor și utilizarea informațiilor conținute de prețurile activelor, adică la un orizont de timp mai mare de doi ani luați în calcul în mod obișnuit de băncile centrale. De asemenea, o mai bună înțelegere a riscurilor de către agenții economici și populație, prin promovarea unei politici de educație financiară, prin publicarea evaluărilor riscurilor și supravegherea practicilor de gestionare a riscurilor de către autoritățile monetare, ar putea acționa în direcția diminuării dezechilibrelor financiare potențiale.

#### 4. Concluzii

Severitatea crizei economice și financiare mondiale a demonstrat încă o dată că ciclicitatea economică este o condiție inerentă economiei de piață, care presupune existența în sistemul economic a unor mecanisme destabilizatoare care generează fluctuații ciclice. Revine în prim plan ideea intervenției sistematice a statului în repornirea motorului creșterii economice, conform căreia imperfecțiunile pieței fac necesară această imixtiune pentru aplatizarea fluctuațiilor economice și maximizarea bunăstării sociale prin intermediul politicilor anticiclice.

Evoluțiile din sectorul financiar din perioada de pre-criză au avut un impact major în formarea rezultatelor macroeconomice, amplificând fluctuațiile economice și conducând la dificultăți financiare grave și dezechilibre economice. Aceste evoluții susțin relevanța abordării direcțiilor de acțiune ale băncilor centrale din punctul de vedere al ciclicității economiei. Ciclul financiar în acest sens nu este de ignorat de către autoritățile monetare, acesta fiind un catalizator al crizelor bancare și un amplificator al fluctuațiilor activității economice. Întrucât greșelile instituțiilor financiare privind politica de creditare promovată apar în perioade favorabile din punct de vedere economic, amplificând fluctuațiile ciclului economic, ar putea fi necesar în acele momente un răspuns atât prudențial, cât și de natură monetară din partea băncilor centrale. Însă deoarece promovarea unei politici monetare cu scopul de a contracara bulele speculative ar putea să prejudicieze celelalte obiective, aceasta trebuie să acționeze în măsura în care aceste bule afectează traiectoriile viitoare ale cererii agregate și ale prețurilor. În plus, o politică cu un grad înalt de eficiență în acest sens este cea macroprudențială, cu accent pe monitorizarea evoluției creditului și a prețurilor activelor, ceea ce ar facilita detectarea în timp real a acumulării excesive de riscuri prevestitoare de crize financiare. Iar politica monetară trebuie să se axeze pe extinderea – la peste doi ani – a orizontului de prognoză privind evaluarea riscurilor și utilizarea informațiilor conținute de prețurile activelor, cu scopul de a identifica vulnerabilitățile din timp.

#### Referințe bibliografice

- Aikman, D., Haldane, G. A., Nelson, M. (2013). Curbing the Credit Cycle. *The Economic Journal* 125(585), November 2013.
- Alessi, L., Detken, C. (2009). Real Time Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles: A Role for Global Liquidity. *ECB Working Paper No. 1039*. Accesat la: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361492](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361492)
- Asea, P. K., Blomberg, B. S. (1997). Lending Cycles. *NBER Working Papers 5951*. Accesat la: <http://www.nber.org/papers/w5951.pdf>
- Bech, M. L., Gambacorta, L., Kharroubi, E. (2012). Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? *BIS Working Papers No 388*. Accesat la: <http://www.bis.org/publ/work388.pdf>
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note SPN/10/03*. Accesat la: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

## IMPACTUL TRANSFORMĂRILOR SOCIO-ECONOMICE ȘI TEHNOLOGICE LA NIVEL NAȚIONAL EUROPEAN ȘI MONDIAL

- Borio, C. (2012). The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? *BIS Working Papers No. 395*. Accesat la: <http://www.bis.org/publ/work395.htm>
- Borio, C., Drehmann, M. (2009) Assessing the risk of banking crises – revisited, *BIS Quarterly Review, March 2009*. Accesat la: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903e.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903e.pdf)
- Borio, C., Furfine, C., Lowe P. (2001). Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. *BIS Papers 1 (March): 1–57*. Accesat la: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf>
- Burns, A. F. (1969). The Business Cycle in a Changing World. *NBER, Chapter Title: The New Environment of Monetary Policy*, pp. 151 – 174. Accesat la: <http://www.nber.org/chapters/c1178.pdf>
- Coșea, M., Ciucur, D., Dobrotă, N., Gogoneață, C. (1995). *Economia politică*. Editura Economica. București.
- Comunale, M. (2015). Financial cycle measures for 41 countries: a new database. *Bank of Lithuania, Occasional Paper, 9*. Accesat la: [http://www.lb.lt/financial\\_cycle\\_measures\\_for\\_41\\_countries\\_a\\_new\\_database](http://www.lb.lt/financial_cycle_measures_for_41_countries_a_new_database)
- Dell'Ariccia, G., Marquez, R. (2006). Lending Booms and Lending Standards. *Journal of Finance, American Finance Association, vol. 61(5)*, pp. 2511-2546.
- Drehmann, M., Borio, C., Tsatsaronis, K. (2012). Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! *BIS Working Papers No. 380*. Accesat la: <http://www.bis.org/publ/work380.pdf>
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review, Vol. 58, No. 1*
- IMF (2016). World Economic Outlook Database. Accesat la: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>
- Isărescu, M. (2013a). Ce poate și ce nu poate face o bancă centrală. BNR.
- Isărescu, M. (2013b). Ciclurile economice. Disertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Politehnice București (18 octombrie).
- Jordá, O., Schularick, M., Taylor, A. M. (2011) When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. *Federal Reserve Bank of San Francisco, University of California Davis, Working Paper 2011-27*. Accesat la: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-27bk.pdf>
- Keynes, J. M. (2009). *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii și a banilor*. Editura Publica. București.
- Lowe, Ph., Borio, C. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers 114*. Accesat la: <http://www.bis.org/publ/work114.htm>
- Manolescu, Gh. (2009). *Politica monetară în perspectiva globalizării*. Editura Universitară. București.
- Mintz, I. (1969). Dating Postwar Business Cycles: Methods and Their Application to Western Germany. *NBER, 1950–67*, p. 1 – 6. Accesat la: <http://www.nber.org/chapters/c2153.pdf>
- Rebelo, S. (2005). Real Business Cycle Models: Past, Present and Future. *The Scandinavian Journal of Economics, Vol. 107, No. 2*, pp. 217-238
- Saurina, J., Jimenez, G. (2006). Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation. *International Journal of Central Banking, Vol. Volume, No. Number 2 (5 July 2006)*, pp. 65-98.
- Schoenmaker D., Wierts P. (2016). Macroprudential supervision: From theory to policy. *European Systemic Risk Board Working Paper Series No 2 / February 2016*. Accesat la: <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp2.en.pdf?93878091124f5619b34ea09131a08407>
- Schularick, M., Taylor, A. M., (2008). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial. *NBER Working Paper No. 15512*. Accesat la: <http://www.nber.org/papers/w15512>
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. McGraw-Hill Book Company. New York Toronto London.
- Szczerbowicz, U. (2012). The ECB Unconventional monetary policies: Have they Lowered Market Borrowing Costs for Banks and Governments? *CEPII, WP No 2012-36*. Accesat la: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb15q5a3.htm>
- World Bank (2016). Accesat la: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>
- Yellen, J. (2009). Discurs susținut la conferința „Financial Markets and Monetary Policy”, Washington D.C.. Accesat la: <http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0605.pdf>