



## Reforma guvernancei economice a UE: ne aflăm la un moment de răscruce?

**Autor: Daniel Dăianu**

Policy Memo nr. 17  
Decembrie 2010

## CUPRINS

<b>INTRODUCERE .....</b>	<b>3</b>
<b>1. ORIGINILE TENSIUNII DIN UE ȘI PROBLEME DE POLITICĂ ECONOMICĂ.....</b>	<b>4</b>
1.1 UN SISTEM DE INTERMEDIERE FINANCIARĂ CU VICII .....	4
1.2 UME: SUBOPTIMALITATE ȘI SLĂBICIUNI INSTITUȚIONALE ȘI DE POLITICI .....	5
1.3 REDISTRIBUIREA PUTERII ÎN ECONOMIA MONDIALĂ .....	7
1.4 DEZECHILIBRE GLOBALE .....	7
<b>2. RĂSPUNSUL UE.....</b>	<b>8</b>
2.1 ABORDAREA DEZECHILIBRELOR MACROECONOMICE ÎN UE.....	9
2.1.1 <i>Către o mai mare disciplină fiscală</i> .....	9
2.1.2 <i>Extinderea supravegherii economice și abordarea dezechilibrelor</i> .....	12
2.1.3 <i>Coordonarea de politici: semestrul economic</i> .....	13
2.2 REGLEMENTAREA ȘI SUPRAVEGHEREA PIEȚELOR FINANCIARE .....	14
2.2.2 <i>Stabilitatea financiară în noile state membre</i> .....	16
2.2.3 <i>Adoptarea euro</i> .....	17
2.2.4 <i>Un mecanism de gestionare a crizelor</i> .....	18
2.3 ABORDAREA DEZECHILIBRELOR GLOBALE .....	19
<b>3. ASPECTE DE LUAT ÎN CONSIDERARE .....</b>	<b>20</b>
<b>OBSERVAȚII FINALE .....</b>	<b>22</b>
<b>REFERINȚE BIBLIOGRAFICE .....</b>	<b>24</b>

## Introducere

*Criza datoriilor publice creează o anxietate enormă în cadrul Uniunii Monetare Europene (UME). Deloc surprinzător, măsuri de urgență continuă să fie folosite într-un moment în care se întrevede o redresare economică. În acest context, summitul Consiliului European din octombrie a examinat un raport al unui grup de acțiune cu un nume semnificativ: „Consolidarea guvernantei economice în UE”. Acest document se cuvine să fie analizat împreună cu propunerile de reformă a guvernantei prezentate de Comisia Europeană la sfârșitul lunii septembrie. Profunzimea acestei crize financiare a obligat guvernele și instituțiile UE să examineze cu mare atenție structura de guvernanță a Uniunii. Dar ar fi o greșeală să se spună că acest demers reprezintă o încercare de explorare a unei terra incognita. Încă de la începuturile zonei euro, a existat un oarecare disconfort față de bazele instituționale ale acesteia și au existat rezerve față de ideea că ar fi o zonă monetară optimă. Aceasta explică logica ce subliniază motivația politică a creării UEM. La fel, criticile la adresa modului în care s-a stabilit reglementarea și supravegherea în Uniune nu sunt de dată recentă. Iar neajunsurile Pactului de Stabilitate și Creștere (PSC), ale cărui reguli au fost încălcate de aproape fiecare stat în diferite momente, au fost evidențiate în mod repetat. Cu toate acestea, defectele piețelor financiare au fost mai puțin abordate de factorii de decizie și de responsabilii băncilor naționale din motive care pot fi găsite, în parte, într-o paradigmă care a dominat gândirea economică a ultimelor decenii. Această analiza se concentrează asupra originilor tensiunilor din UE (UME) și asupra principalelor consecințe pe planul politicilor economice ale crizei actuale. Ea examinează, de asemenea, interesul pe care noile state membre îl au pentru o structură reformată de guvernanță a UE. Problemele reformei guvernantei economice UE trebuie privite dintr-o perspectivă largă: criza sistemului financiar; caracterul sub-optimal al UME; bazele instituționale și ale politicilor economice ale UE (UME), inclusiv reglementarea și supravegherea piețelor financiare; capacitatea UE de a face față la dezechilibrele globale.*

*Nota bene: procesul decizional din UE este constrâns de realitatea politică; UE nu este un stat federal și ceea ce pare a fi rațional dacă se definește din punct de vedere strict economic se poate lovi de implicațiile configurației politice a Uniunii.*

## 1. Originile tensiunii din UE și probleme de politică economică

### 1.1 Un sistem de intermediere financiară cu vicii

Stabilitatea financiară a revenit pe agenda de politică publică a economiilor avansate cu o putere formidabilă. Episoade de criză financiară au apărut mereu pe parcursul ultimului secol în economii emergente. S-a crezut, însă, că acestea erau un fenomen specific pentru sistemele financiare insuficient dezvoltate și cele cu instituții fragile. Dar odată ce criza a cuprins aproape întreaga lume industrializată<sup>1</sup>, s-a declanșat un lanț de evenimente care au luat proporții. Criza actuală a demonstrat că piețele financiare au o problemă structurală. Criza financiară nu poate fi explicată doar prin existența finanțării ieftine în anii anteriori și prin dezechilibrele din economia mondială. Erori de politică macroeconomică au fost însoțite de abuzuri enorme de securitizare, expunere excesivă, un sistem pervers de salarizare, pierdere a reperelor morale, modele inadecvate de evaluare a riscului, ignorarea riscurilor sistemice, o renunțare la prudența normală și o credință aproape oarbă în virtuțile de autoreglementare ale piețelor. *Structura* reprezintă o cheie pentru a înțelege criza actuală. Aceasta pentru că, pe de o parte, poate deturna chiar și politici strălucit concepute; pe de altă parte, pentru că poate duce la o concepție greșită a politicilor. De exemplu, nonșalanța vis-à-vis de expansiunea entităților financiare supraexpune economia la riscuri majore (așa cum s-a întâmplat cu Islanda, Irlanda, Marea Britanie, etc.). Sau deschiderea prematură a contului de capital, după cum s-a întâmplat în numeroase economii emergente, și abordarea prin care s-a prescris dereglementarea totală a piețelor financiare ca mijloc de stimulare a creșterii economice.

Intermedierea financiară, așa cum a evoluat în ultimele decenii, arată că nu toate inovațiile financiare sunt bune, că numeroase bănci și alte instituții financiare au făcut uz de modele afaceri și de risc inadecvate. Cu destulă vreme în urmă apăruseră avertismente privind opacitatea tot mai mare a piețelor, provocată de securitizare și de neînregistrarea unor activități în bilanțuri. Lamfalussy a remarcat că integrarea financiară face mult mai dificilă prevenirea crizei și abordarea ei (p.73). Mai mult, industria financiară a devenit supradimensionată în nu puține economii. Schimbarea de paradigmă care are loc la ora actuală reprezintă redescoperirea riscurilor sistemice: complexitatea și interconectarea piețelor financiare, efectele de contaminare, „momentele Minsky”<sup>2</sup>. Dar este nevoie să se distingă între două abordări opuse: una care consideră că nu se poate face nimic în legătură cu evoluția piețelor, indiferent în ce direcție merge inovarea financiară; și o altă abordare, care nu ia complexitatea piețelor drept un dat de la Dumnezeu și are rezerve asupra unor inovații financiare. Rețelele nu apar numai

---

<sup>1</sup> Crize financiare au mai fost în ultimele decenii: în economiile scandinave, la începutul anilor 90, în SUA (criza caselor de economii și împrumut din anii 80) etc. Canada a fost mult mai puțin lovită de actuala criză datorită sistemului său bancar mai bine reglementat și supravegheat.

<sup>2</sup> Acestea sunt momente în care, conform lui Minsky, grupuri financiare distrug economia.

accidental; ele capătă formă și ca urmare a politicilor. După cum a observat Haldane, directorul de cercetare de la Banca Angliei: „Dereglementarea a înlăturat segregarea bancară și, o dată cu ea, capacitatea de rezistență a rețelelor bancare. Rezultatul a fost o lipsă previzibilă de robustețe a rețelelor...” (p.31).

## 1.2 UME: suboptimalitate și slăbiciuni instituționale și de politici

Nicăieri nu apare mai clar impactul *structurii* decât în Uniunea Europeană, mai ales în UME. Aceasta deoarece, în această zonă se desfășoară operațiuni transfrontaliere masive în timp ce prerogativele naționale de reglementare și supraveghere, de politici fiscale, rămân, de fapt, sub control național. În plus, UME rămâne încă o zonă care se află departe de o zonă monetară optimă<sup>3</sup>.

Criza actuală a scos în evidență inadecvarea mecanismelor instituționale și de politici existente și un adevăr de netăgăduit: *că nu toate problemele au o origine fiscală* (chiar dacă rezultatul poate fi până la urmă tot o creștere a datoriei publice). Aceste mecanisme au favorizat acumularea de dezechilibre interne pe fondul unor instrumente de politici unilaterale, inadecvate. Politica monetară unică (one size fits all monetary policy) a Băncii Centrale Europene (BCE) a favorizat un flux excesiv de capital, adesea de natură speculativă, în regiuni mai puțin dezvoltate din UME și din întreaga UE. În acest mod s-au stimulat alocări nepotrivite de resurse și bule speculative (bubbles). În același fel a apărut o rețea<sup>4</sup> tot mai încâlcită de expunere reciprocă între entități

---

<sup>3</sup> Teoria zonei monetare optime (ZMO) spune că adoptarea unei monede unice aduce avantaje atunci când o zonă monetară unică este puternic integrată economic și are capacitatea de a se adapta rapid la șocuri asimetrice. Există cinci proprietăți de bază ale ZMO și anume: flexibilitatea la nivelul salariilor și prețurilor, integrarea comercială, convergența ciclică, mobilitatea și federalismul fiscal. Pe aceste baze, zona euro pare să fie departe de o funcționare eficientă. În UE, stabilirea salariilor continuă să se realizeze, predominant, la nivel național și adesea la nivel sectorial. În zona euro, salariile reale au tendința de a fi rigide la scădere, cu un nivel relativ ridicat de indexare. Deși ratele nominale ale dobânzilor sunt, în mare, convergente, există o discrepanță mare între ratele reale ale dobânzilor practicate de membrii zonei euro. Chiar dacă pare să fi crescut nivelul de sincronizare între ciclurile economice din țările zonei euro, aceasta se întâmplă, în larga măsură, din cauza scăderii fluctuațiilor economice globale pe parcursul ultimului deceniu, care au beneficiat de pe urma ratelor scăzute ale dobânzii, creșterii economice ridicate și inflației scăzute. La nivelul țărilor membre ale zonei euro se mențin diferențe structurale considerabile. Mobilitatea muncii în Europa rămâne destul de limitată, în pofida diferențelor persistente de șomaj regional. Dat fiind că există o autoritate monetară independentă, Banca Centrală Europeană (BCE), motivația existenței unei autorități fiscale a UE pare a fi convingătoare. Aceasta ar crea un spațiu mai mare de manevră pentru mecanismele fiscale de transfer de putere de cumpărare în fața unor șocuri idiosincratice. Ar ușura, de asemenea, presiunea asupra BCE în abordarea divergențelor regionale. Dar, bugetul UE este doar puțin peste 1% din PIB-ul UE, ceea ce nu oferă o bază suficientă pentru asigurarea transferurilor transfrontaliere. În plus, o mare parte a bugetului respectiv se alocă pentru cheltuieli în cadrul Politicii Agricole Comune și Fondurilor Structurale care sunt slab legate de fluctuațiile ciclice în fiecare dintre statele membre.

<sup>4</sup> Bănci din afara Greciei, Irlandei, Portugaliei și Spaniei dețin două mii de miliarde de euro în instrumente de debit din aceste țări, ceea ce sporește riscul sistemic pentru sistemul financiar dacă una sau mai multe dintre țările creditate intră în incapacitate de plată (date estimate de Jacques Cailloux, citat de Kanter).

financiare, în condițiile în care au lipsit mecanismele de preluare a sarcinii în cazul unei entități care eșuează. În mod ironic, BCE a fost obligată să se transforme de facto într-un împrumutător de ultimă instanță pentru diferite guverne care au încercat să susțină instituții financiare, chiar dacă în mod indirect (prin acceptarea unei game variate de colaterale bancare). Efectele de contaminare au întărit sentimentul că mecanismele instituționale și de politici ale UE sunt precare. Riscurile sistemice, care au fost generate de cazurile de tipul „prea mare ca să dea faliment”, sunt agravate acum de sindromul „prea mare pentru a fi salvat”<sup>5</sup>. Această criză este și una a integrării financiare profunde, în care intensitatea crizei datoriei publice se oglindește destul de clar<sup>6</sup>. **De aici rezultă necesitatea unor reforme profunde în structura de guvernare a UE.**

În Europa, integrarea, cu componenta sa financiară, a fost considerată drept calea principală pentru diminuarea inegalităților. Această filozofie economică a adus beneficii. Dar ea a indus și vulnerabilități care, prin urmare, nu trebuie să fie puse exclusiv pe seama politicilor necorespunzătoare. Chiar și țări care au fost destul de prudente din punct de vedere al politicii bugetare și și-au limitat dezechilibrele externe (de exemplu: Cehia, Polonia, etc.) au fost prinse în vârtejul crizei. După deschiderea contului de capital au apărut în mai multe noi state membre bule speculative<sup>7</sup> și investiții considerabil orientate către sectoare de bunuri necomerciale (non-tradeables). Și în cazul acestora, mecanismele de reglementare și supraveghere au fost inadecvate, având în vedere ordinul de mărime al fluxurilor financiare transfrontaliere și ponderea băncilor străine pe piețele locale. Învățând din crizele precedente, în afara Europei, economii emergente au încercat să se protejeze de șocuri prin acumularea de rezerve de valută; acestea din urma au fost privite drept un cost necesar pentru crearea unei capacități de rezistență în eventualitatea unor șocuri neprevăzute. Și obiective de politică industrială au jucat un rol în această privință.

#### Reglementarea și supravegherea piețelor financiare în UE

Spre sfârșitul anului 2008, liderii europeni continuau să fie prinși de iluzia unor economii UE relativ robuste; nu păreau să realizeze cât de implicate erau marile bănci din UE în crearea și distribuția de produse financiare toxice, care era nivelul de interconectare a piețelor financiare și nici chiar prezența și în Europa a unui sector bancar subteran (shadow banking sector). În plus, distribuția responsabilităților între țara de origine și țara gazdă și inexistența unor mecanisme

---

<sup>5</sup> Supraextinderea unor instituții financiare a diminuat capacitatea statelor de a interveni pentru a răspunde riscurilor sistemice (Gros și Micossi).

<sup>6</sup> Observația lui Reinhart și Rogoff potrivit căreia crizele financiare profunde sunt urmate de crize ale datoriei publice este grăitoare în cazul unei uniuni monetare extrem de integrate.

<sup>7</sup> O publicație Bruegel scoate în evidență acest tip de flux de capital în economiile Baltice, România, Bulgaria (Becker și al., Whither economic growth in Central and Eastern Europe..., mai ales capitolul 2).

detaliat de repartizare a poverii în cazul unei crize a reprezentat un handicap major pentru piața unică în condițiile unei integrări financiare profunde.<sup>8</sup> În mecanismele actuale, responsabilitatea pentru stabilitatea instituțiilor financiare aparține instituției de supraveghere a țării în care se află sediul băncii, în timp ce responsabilitatea pentru stabilitatea sistemului financiar aparține supraveghetorului din țara gazdă. Criza actuală întărește ideea că este nevoie atât de un set comun de reguli, cât și de o supraveghere mai integrată și un cadru comun de rezolvare a crizelor pentru a corespunde gradului de integrare financiară. Pe de altă parte, problema repartizării poverii face guvernele naționale și supraveghetorii să gândească mai curând pe aliniamente naționale, având în vedere că răspund în fața contribuabililor proprii. Modul în care se va aborda această contradicție este esențial pentru viitorul integrării europene.

### *1.3 Redistribuirea puterii în economia mondială*

Agenda de la Lisabona a apărut, în 2000, ca răspuns al UE la implicarea tot mai mare a Asiei în economia mondială. Într-un spațiu global în care concurența se desfășoară adesea prin jocuri cu sumă zero, existau semne că UE, în ansamblu, pierde teren. Europa 2020 reprezintă o resuscitare a Agendei de la Lisabona, care a fost departe de a fi un succes. Dar una dintre lecțiile deceniului trecut este că politicile naționale pot schimba lucrurile. Rezultatele obținute de țările Scandinave și de Germania în aplicarea de reforme cu scopul de a îmbunătăți competitivitatea reprezintă o dovadă în această privință.

### *1.4 Dezechilibre globale*

Dezechilibrele globale produc crize, care la rândul lor produc efecte de contaminare. Poate UE să susțină o reformă a instituțiilor financiare internaționale și a mecanismelor globale care ar trebui să limiteze dezechilibrele globale periculoase? UE poate câștiga putere de convingere și de negociere în G20 în măsura în care își poate rezolva propriile probleme în mod eficient. Dar, opinii și interesele divergente ale statelor membre UE reduc coeziunea internă a acesteia și afectează capacitatea sa de a-și proiecta puterea în exterior.

Sunt câteva lecții pe care factorii de decizie trebuie să le învețe din această criză:

- stabilitatea prețurilor nu este suficientă pentru asigurarea stabilității financiare;
- prudența fiscală nu este suficientă pentru asigurarea stabilității economice;
- dacă piețele financiare nu sunt reglementate și supervizate în mod corespunzător, vor prezenta riscuri sistemice enorme; acest lucru este valabil în mod special pentru o zonă profund integrată precum UE;

---

<sup>8</sup> După cum afirmă raportul de Larosiere, absența unui cadru solid pentru gestionarea și rezolvarea crizelor (cu suficiente principia clare privind repartizarea poverii, protecția clienților, transferabilitatea activelor și lichidarea) complică introducerea unui sistem de supraveghere eficient și eficace pentru a preveni crizele financiare (p. 76).

- supraîndatorarea sectorului privat creează riscuri sistemice atunci când implică entități financiare de tipul „prea mari ca să dea faliment”;
- trebuie găsite modalități prin care investitorii privați să suporte riscurile pe care și le asumă (pentru că programele de salvare au sporit hazardul moral); băncile (acționarii, posesorii de obligațiuni) nu ar trebui să ia de bun faptul că, orice ar face, banii contribuabililor îi vor salva;
- integrarea financiară adâncă necesită o reglementare și supervizare mai puternică la nivelul UE;
- din cauza integrării profunde, cu greu poate fi cineva imun la efectele de contaminare ale unei crize;
- caracterul incomplet al cadrului de reglementare din UE (UME);
- integrarea financiară profundă se confruntă cu realitatea prerogativelor fiscale naționale ;
- coordonarea politicilor trebuie să țină cont de interesele generale ale UE;
- încrederea între statele membre este esențială pentru protejarea bunurilor publice comune;
- politicile naționale contează pentru îmbunătățirea competitivității, chiar și atunci când spațiul de manevră este destul de limitat;
- trăim într-o lume tot mai nesigură, care diminuează eficiența politicilor și necesită un spațiu de politici de rezervă pentru a face față evenimentelor remanente și neliniarităților (Taleb).

## 2. Răspunsul UE

Răspunsul politic al UE la actuala criză are două componente. Prima componentă este un efort de management al crizei ce a încercat să stopeze declinul economic și să evite colapsul financiar. BCE a adoptat un rol activ în această problemă și astfel și-a depășit cu mult mandatul. Cealaltă componentă are ca scop reformarea structurii de guvernare economică a UE. Această componentă (care se bazează pe recomandări ale grupului de lucru al Consiliului European și pe pachetul de măsuri de guvernare economică a UE elaborat de Comisia Europeană<sup>9</sup>, pe raportul grupului de Larosiere, pe raportul Monti, etc) privește multiple aspecte. Unele măsuri vizează îmbunătățirea reglementării și supravegherii piețelor financiare - și dintr-o perspectivă globală. Alte măsuri se concentrează asupra slăbiciunilor UME ca zonă monetară și asupra defectelor detectate ale Pactului de Stabilitate și Creștere (PSC) în tandem cu o *conștientizare* a dezechilibrelor interne în UE. Scopul principal este de a obține: o disciplină fiscală mai strictă; o extindere a supravegherii economice (care vizează dezechilibre și vulnerabilități macroeconomice) și o eficientizare a acesteia; o coordonare de politici mai profundă și mai extinsă (semestrul economic); un sistem de gestionare a crizelor și instituții mai puternice pentru guvernare economică eficientă.

---

<sup>9</sup> Publicat la 29 septembrie 2010. Parlamentul European urmează să aducă modificări acestui pachet.

## 2.1 Abordarea dezechilibrelor macroeconomice în UE

### 2.1.1 Către o mai mare disciplină fiscală

Criza datoriilor publice (rezultată din criza economică și financiară) a ridicat la maximum preocuparea față de politica de *sustenabilitate fiscală*. Răspunsurile guvernelor la această criză și în alte episoade de criză arată că, în cele din urmă, încercarea de evitare a unui colaps sistemic mărește datoria publică. În consecință, o disciplină fiscală consolidată, ca un element de prim rang al unui nou cadru de politici, ar trebui înțeles în concordanță cu politicile care abordează dezechilibrele macroeconomice în UE. Un Pact de Stabilitate și Creștere mai puternic trebuie să fie asigurat printr-o mai bună supraveghere și o mai bună calitate a datelor obținute de la statele membre. Noul sistem se va baza pe un regim mult mai puternic de respectare a regulilor, prin sancțiuni financiare și de reputație.

Ramura preventivă a PSC vizează sustenabilitatea datoriei publice globale, în timp ce ramura coercitivă urmează un program legat de deficitul bugetar care trebuie să reducă în timp raportul dintre datorie și PIB. La componenta preventivă a PSC trebuie să se adauge o normă privind cheltuielile, care vizează limitarea creșterii anuale a acestora în conformitate cu o rată de creștere a PIB prudentă pe termen lung, cu excepția cazului în care cheltuielile în exces se acoperă cu măsuri în ceea ce privește veniturile. Dar, guvernarea deterministă nu funcționează într-o lume supusă hazardului (Jean Pisani Ferry, p.2). Dacă acceptăm această presupunere, misiunea de a judeca dinamica pe termen mediu a unei economii devine mai complicată și același lucru se poate spune despre determinarea unei politici bugetare puternice și a unei abordări eficiente a dezechilibrelor globale<sup>10</sup>. În acest caz, o dispută politică între statele membre și oficialii Comisiei ar putea să fie inevitabilă. Consiliul ar putea-o rezolva prin procedura de „vot invers majoritar” (conform căreia un stat primește o recomandare politică/sanctiune dacă la aceasta nu se opune o majoritate a statelor membre). Această dezbatere s-ar putea lega, evident, de introducerea de sancțiuni pentru țările care își încalcă obligațiile de politică bugetară.

Componenta corectivă urmează a fi modificată prin ridicarea criteriului datoriei la un rang cel puțin la fel de important precum criteriul deficitului (conform unei propuneri a Comisiei). Astfel, o țară este obligată să reducă o datorie publică de peste 60% din PIB într-un ritm de a douăzecea parte a excedentului pe cei trei ani anteriori. Dar, punerea în aplicare a acestei reguli nu este lipsită de controverse. De exemplu, a cere unei țări să își reducă datoria în timpul unei perioade de recesiune poate produce efectul contrar – din cauza naturii prociclice a raportului dintre datorie și PIB. Cu toate acestea, după cum a demonstrat criza actuală, se poate permite o perioadă de grație în măsura în care un deficit bugetar mai mare apare ca urmare a unor stabilizatori automați în timp ce un guvern întreprinde eforturi serioase de reformare a cheltuielilor bugetare.

---

<sup>10</sup> În cazul particular al UME, spațiul de manevră al factorilor de decizie este limitat, iar ajustările trebuie făcute prin salarii și prețuri la produse și servicii.

Criteriul datoriei publice urmează să se reflecte mai bine în mecanismul de supraveghere bugetară, cu accent pe „sustenabilitate fiscală”. Aceasta deoarece datoriile publice cresc ca urmare a programelor de salvare a băncilor, pe lângă îmbătrânirea populației și alți factori. De asemenea, se va acorda o mai mare atenție interconexiunii dintre datorie și deficit. Foarte probabil, grupul operativ și experții Comisiei s-au gândit la Irlanda și Spania atunci când au examinat acest aspect, deoarece ambele state, ca membre ale UME, nu au dat semne de risipă bugetară înainte de criză.

**Cu excepția Ungariei, noile state membre nu au datorii publice mari. Deficitele bugetare au crescut, însă, dramatic în urma acestei crize.** În mai multe noi state membre, problemele din economia privată s-au transmis sectorului public prin reducerea nivelului producției (cu diminuarea veniturilor la buget) și sub forma creșterii obligațiilor publice suplimentare, precum și sub forma deficitelor sporite ca urmare a procesului de reducere a expunerii în economia privată. După cum subliniază o publicație Bruegel, consolidarea fiscală trebuie să ia în considerare riscul de adăugare a reducerii expunerii publice la reducerea expunerii private, deja existentă, pentru că aceasta ar putea afecta negativ refacerea economică<sup>11</sup>.

Există, însă, și riscul de a baza strategia bugetară pe presupuneri prea optimiste și de a pune în pericol sustenabilitatea finanțelor publice. O creștere dramatică a deficitelor bugetare în urma crizei actuale ar putea să nu rămână o problemă temporară. Mai ales acolo unde alocarea nepotrivită a resurselor a avut loc ani de zile, iar deficitele bugetare structurale au fost ascunse de bule și de creștere economică nesustenabilă (cum este, se pare, cazul țărilor Baltice, al Bulgariei și României). În consecință, **programe de consolidare fiscală sunt necesare**. Mai mult, ratele mărite substanțial ale dobânzilor la împrumut (nu în ultimul rând, din cauza piețelor tot mai nefavorabile ale creditului internațional și efectelor de supraaglomerare exercitate de necesitățile de împrumut ale marilor economii) aduc în prim plan spectrul unui efect de bulgăre de zăpadă la plata datoriei<sup>12</sup>. De exemplu, o diferență pozitivă între rata de creștere a PIB și rata dobânzii ar trebui să fie o condiție suficientă pentru stabilizarea dimensiunii datoriei publice cu condiția ca această diferență să fie superioară deficitului primar bugetar ca procent din PIB. Dar, dacă apare o creștere a ratei dobânzii, această diferență poate deveni inferioară deficitului primar sau poate ajunge chiar negativă, iar dacă această inversiune persistă, plata datoriei se transformă într-un element destabilizator în dinamica datoriei publice. Iată de ce, în cele mai multe noi state membre, fondurile structurale și de coeziune ale UE capătă o dimensiune strategică suplimentară – în calitate de mijloc de combatere a influenței reducerii cheltuielilor

---

<sup>11</sup> În cazul în care creșterea rămâne la un nivel scăzut nu numai din cauza cererii private ci și publice, aceste țări pot ajunge să se confrunte cu probleme similare celor prin care au trecut țările Americii Latine în anii 1990. Atunci, ratele dobânzilor au crescut rapid și creșterea a rămas mai mulți ani la nivel scăzut, timp în care guvernele au recurs la excedente primare ridicate pentru a plăti obligațiile acumulate la nivelul datoriei (Becker et al., *Whither economic growth in Central and Eastern Europe*, p.131)

<sup>12</sup> Statele pot intra în incapacitate de plată deși nu au datorii publice excesiv de mari (Sturzenegger and Zettelmeyer)

(finantate din resurse proprii) asupra activității economice de ansamblu și de stimulare a investițiilor publice într-o perioadă foarte dificilă, de consolidare fiscală. Aceste resurse ar putea contribui la prevenirea unei consolidări fiscale prociclice în timpul unei recesiuni profunde<sup>13</sup> și ar putea, de asemenea, să îmbunătățească potențialul de creștere al economiei, redus ca urmare a crizei profunde. Se poate spune că programele de ajustare susținute de instituțiile financiare internaționale și UE în noile state membre nu au acordat suficientă atenție rolului strategic al fondurilor structurale și de coeziune ale UE în acest nou context. Tot astfel, felul în care se ține cont de contribuțiile la sistemele private de pensii (care fac parte din reforma sistemului de pensii) în măsurarea deficitelor bugetare structurale are o mare importanță în noile state membre.

PSC ar trebui să țină seama de condițiile macroeconomice specifice ale țărilor din regiune și, după caz, împrumuturile condiționate și măsurile menite să sporească absorbția fondurilor UE ar trebui să echilibreze necesitatea consolidării fiscale într-o perioadă de reducere a expunerii sectorului privat. UE ar trebui să susțină adoptarea de cadre bugetare care promovează sustenabilitatea și care duc la politici contraciclice.

Automatismul sancțiunilor reprezintă un subiect cu puternic potențial contencios<sup>14</sup>. Întâlnirea Consiliului European din octombrie 2010 s-a încheiat cu o formulă de compromis care a redus forța propunerii inițiale de a se introduce un automatism deplin al sancțiunilor care a fost susținută, conform relatărilor, de Banca Centrală Europeană. Pe de altă parte, compromisul pare să reflecte insistența Germaniei ca, în cadrul unui sistem de sprijin în ceea ce privește datoria, sectorul privat să fie și el implicat în eventualele pierderi. După cum se atrage atenția, clauza „no bail out” (nu există o responsabilitate comună pentru datoriile publice) a mecanismelor UEM nu este sinonimă cu o dispoziție de non-asistență. De fapt, ar fi complet logic ca asistența să se acorde pe baza unui program puternic de reforme/ajustare – cu condiționalități corespunzătoare. Mai mult, UME a ajuns, probabil, la un prag de la care ieșirile solitare sunt destul de costisitoare pentru întreaga Uniune – mai ales din cauza integrării financiare de adâncime.

Un semn de întrebare legitim se ridică referitor la caracterul convenabil al unui program de ajustare. Ar putea exista puncte de vedere conflictuale în această privință, mai ales într-o perioadă în care piețele financiare arată o mare nervozitate și o economie poate intra cu ușurință

---

<sup>13</sup> România reprezintă un caz special în această privință, din cauza nivelului destul de scăzut de venituri la buget (cca 30% din PIB, în timp ce în aproape toate noile state membre această proporție este de peste 37 - 38%). România prezintă un salt semnificativ în datoria publică – de la cca 22% la sfârșitul anului 2008, la 30,1% în 2009 și 35% estimat din PIB în 2010, în timp ce deficitul bugetar primar a urcat la -7.1% în 2009, de la -4.6% în 2008. Serviciul datoriei publice a crescut și el considerabil: de la 0,8% din PIB în 2008, la 1,2% în 2009 și 1,6% estimat în 2010. Trebuie să se țină cont și de creșterea proporției datoriei pe termen scurt.

<sup>14</sup> În partea preventivă, sancțiunile PSC ar consta din avertismente inițiale și depozite cu dobândă impuse statului UE în culpă; în partea coercitivă, dacă statul respectiv nu a trecut la acțiuni efective de corectare a deficitului excesiv, se va impune o amendă care va include o componentă variabilă legată de nivelul deficitului.

într-o spirală a cercurilor vicioase. Dacă ne gândim numai la cotațiile CDS (*credit default swap: polițe de asigurare la obligațiuni*) în decursul anului 2010, care arată foarte clar felul în care obligațiile de plată (mai ales în economiile sudice ale UME) pot scăpa de sub control, cu toate încercările de consolidare fiscală.

Programul de punere în aplicare a noului cadru de guvernare este diferit între statele membre ale zonei euro și cele care nu fac parte din aceasta. Se poate spune că o introducere mai rapidă în UME se justifică prin integrarea economică mai profundă. Pe de altă parte, efectele intense de contaminare necesită un sistem puternic de supraveghere și de coordonare politică la nivelul UE.

### 2.1.2 Extinderea supravegherii economice și abordarea dezechilibrelor

Extinderea domeniului dezechilibrelor macroeconomice monitorizate și solicitarea de corecții cu privire la acestea se leagă direct de conștientizarea faptului că diferențele de competitivitate reprezintă o sursă de tensiune pentru UME<sup>15</sup>. Din punct de vedere procedural, oficialii UE pot utiliza logica avertizării pentru deficit bugetar excesiv. De fapt, Comisia propune să se utilizeze o „procedură de dezechilibru excesiv” (PDE), care ar trebui să fie susținută prin sancțiuni financiare pentru țările membre UME. Dar, din punct de vedere analitic și al funcționalității un astfel de exercițiu ar fi foarte solicitant pentru instituțiile UE și pentru Comisie în mod special. Aceasta din urmă trebuie să prezinte un tabel de indicatori<sup>16</sup> care să fie monitorizați constant și să pregătească recomandări de alertă timpurie pentru Consiliu. În această privință există un grad ridicat de neclaritate (Giavazzi și Spaventa, Wiplosz).

O altă problemă o reprezintă definirea dezechilibrelor interne amenințătoare. Tabelul de indicatori trebuie să conțină criteriile pe baza cărora să se ia decizii. Vor face piețele discriminări între statele membre UME în ceea ce privește dezechilibrele lor de cont curent? Ar putea să se considere că o economie care are surplus violează stabilitatea UME în condițiile în care aceasta din urmă este considerată a fi un „bine public”. Cine ar coordona ajustarea dezechilibrelor în UME? Cum ar putea să fie judecată Germania ținând cont de orientarea sa masivă către export în afara frontierelor UE? Cum ar putea fi examinate statele care nu sunt membre ale eurozonei prin prisma supravegherii, ținând cont că se presupune că aceste economii sunt importatoare nete de capital? Li se vor aplica și lor normele de abordare a „dezechilibrelor interne”?<sup>17</sup> Și, în sfârșit, nu

---

<sup>15</sup> Duillien aduce argumente în favoarea unui pact de stabilitate suplimentar, care ar trebui să limiteze actualele dezechilibre de cont curent din interiorul zonei euro

<sup>16</sup> Intre acești indici s-ar putea număra: bilanțurile de cont curent, activele străine nete, cursurile efective reale de schimb, prețurile imobiliare, nivelul datoriei guvernamentale, creditul în sectorul privat și dinamica acestuia ca procent din PIB, etc. (a se vedea Buti și Larch, p.4)

<sup>17</sup> Un dezechilibru al balanței de cont curent ar putea fi considerat periculos atunci când finanțarea sa se face mai ales prin împrumut și/sau influxuri speculative.

ar contrazice măsurile de limitare a dezechilibrelor interne fluxul liber de capital, ca regulă a jocului în UE?<sup>18</sup>

Implicațiile pentru politicile naționale ar putea fi majore, atunci când acestora li se cere să treacă la măsuri corective. Guvernele ar putea să se implice mai mult în gestionarea economiei, în medierea între parteneri sociali pentru a se atinge obiectivele de competitivitate. Cât de realistă este această idee? Poate că experiența țărilor Scandinave și a Germaniei în realizarea de reforme și flexibilizarea piețelor (fără subminarea țesutului social al societății) arată calea de urmat. Dar, așa cum devalorizarea competitivă poate avea efecte negative, același lucru se poate întâmpla și în cazul controlului prețurilor, în întreaga UE. Pot fi de folos orientările politice ale UE în această privință? Se poate presupune că Germania va reprezenta un criteriu de referință pentru politici competitive în cadrul UE? Nu s-a răspuns încă la aceste întrebări. Este demn de remarcat că Germania a introdus o regulă de echilibru bugetar și Franța intenționează să facă același lucru. Această măsură ar putea presa alte economii din EMU să facă la fel. O vor face?

### 2.1.3 Coordonarea de politici: *semestrul economic*

Se pun mari speranțe în „semestrul economic”<sup>19</sup> pentru îmbunătățirea coordonării politice și internalizarea priorităților UE în bugetele naționale. Pentru a se asigura introducerea în calcul a aspectelor de stabilitate macrofinanciară alături de politicile macroeconomice, fiscale și structurale, urmează să se țină cont de comunicările relevante ale Consiliului European pentru Riscuri Sistemice/CERS (alerte și recomandări). Cadrele naționale bugetare vor trebui să fie construite prin respectarea anumitor cerințe: o mai mare transparență și predictibilitate; previziuni mai fiabile și o programare multianuală eficientă; utilizarea de norme numerice în conformitate cu dispozițiile PSC; funcționarea unor organisme independente (consilii fiscale) capabile să ofere evaluări temeinice, oneste ale politicilor guvernamentale<sup>20</sup>.

**Presiunea colegială (*peer*) și recomandările Comisiei și Consiliului UE sunt așteptate să contribuie la o mai bună structurare a bugetelor naționale și să disciplineze adoptarea de politici naționale.** Cu toate acestea, nu este clar dacă Bruxellesul poate să stabilească priorități naționale. Se pot emite orientări și constrângeri, dar cât de mult vor conta acestea în decizia asupra compoziției investițiilor publice sau cheltuielilor bugetare generale, rămâne de văzut. Până la urmă, parlamentele naționale rămân suverane. Dezbateră înrâncenată privind

---

<sup>18</sup> Aceasta este întrebarea pe care o pune și Dabrowski ( p.2)

<sup>19</sup> Acest dispozitiv de coordonare ex-ante a fost adoptat de ECOFIN (Consiliul miniștrilor de finanțe din UE) la 7 septembrie 2010; el va cuprinde politici de asigurare a disciplinei fiscale, a stabilității macroeconomice și de stimulare a creșterii economice, în conformitate cu Strategia Europa 2020. „Procesele existente – de exemplu în cadrul PSC și al Orientărilor generale de politică economică – se vor alinia din punct de vedere al coordonării, rămânând separate din punct de vedere legal. Programele de stabilitate și convergență și programele naționale de reformă vor fi prezentate de statele membre în același timp în primăvară și vor fi evaluate simultan de către Comisia Europeană” (Raportul grupului de acțiune, 2010).

dimensiunea bugetului UE pentru 2011 arată care este miza în această privință. Prin urmare, **un aspect-cheie îl reprezintă modul în care se poate stimula preluarea la nivel național a recomandărilor Comisiei și Consiliului și atragerea politicianilor naționali (membri ai parlamentelor naționale) mai aproape de gândirea din instituțiile UE.**<sup>21</sup> Dacă nu se realizează acest lucru, va ieși apare o latură suplimentară a deficitului democratic, cu potențialul de a cauza noi fricțiuni. Ca să parafrazăm expresia „nicio taxă fără reprezentare”, putem spune în acest caz: „nu se pot face politici fără reprezentare”.

**În cazul țărilor cunoscute pentru cadre fiscale inadecvate și instituții locale slabe, stimuli exogeni ar putea fi folositori și ar fi bineveniți. De asemenea, este mare nevoie de norme fiscale interne și de organisme independente (precum consiliile fiscale) care să verifice modul în care se concep și se pun în aplicare politicile naționale.** Aceste organisme independente trebuie să fie alcătuite din oameni capabili (ceea ce înseamnă că salariile trebuie să fie adecvate) și să li se atribuie un statut pe măsura rolului lor. Asigurarea independenței și competenței depinde de cine și în ce fel sunt numite persoanele cu funcții de conducere.

## *2.2 Reglementarea și supravegherea piețelor financiare*

### *2.2.1 Reforma reglementării și supervizării*

Factorii de decizie europeni încearcă să reformeze a structurilor de reglementare și supraveghere a sistemelor financiare, inclusiv a sectorului bancar paralel și a agențiilor de rating. Armonizarea normelor nu reprezintă un răspuns suficient la criză, deoarece conținutul însuși al regulamentelor și al supravegherii trebuie schimbat radical. Aceasta este concluzia care se desprinde cu claritate din raportul de Larosiere și din raportul Turner (în Marea Britanie), din documentele Parlamentului European și din directivele Comisiei Europene. Un cadru de reglementare și supraveghere reformat ar trebui să respecte anumite principii de bază:

- toate entitățile financiare (inclusiv fondurile speculative și fondurile de investiții în societăți cu capital privat) ar trebui să fie reglementate și să se limteze nivelul de expunere;
- piețele de instrumente financiare derivate ar trebui să fie reglementate (produsele să fie standardizate/simplificate și să se utilizeze case de compensare);
- remunerația managementului să fie legată de performanța pe termen lung și să fie restricționată;

---

<sup>20</sup> A se vedea, de asemenea, Consiliul Uniunii Europene (a)

<sup>21</sup> Pentru îmbunătățirea preluării la nivel național a recomandărilor emise în cadrul semestrului european, guvernele, atunci când prezintă proiectele de buget parlamentelor naționale, sunt așteptate să includă recomandările politice ale Consiliului și / sau ale Comisiei, însoțite de o explicație a felului în care acestea au fost încorporate.

- băncile să fie mai bine capitalizate (atât valoarea cât și calitatea capitalului, în primul rând de rangul 1) și să se stabilească rate de adecvare a capitalului ținând cont de riscurile sistemice<sup>22</sup>;
- să se evite prociclicitatea în elaborarea de politici macroeconomice și în felul în care băncile își modifică ratele de adecvare a capitalului;
- să li se ceară băncilor să dețină acțiuni la împrumuturile securitizate;
- normele de contabilitate să nu alimenteze prociclicitatea și să fie standardizate la nivel mondial;
- abordarea entităților „prea mari să dea faliment” și „de importanță sistemică”: spargerea grupărilor mari<sup>23</sup> și întoarcerea la un fel de legislație Glass-Steagal<sup>24</sup> reprezintă opțiuni de bun simț;
- să se evite arbitrajul de reglementare (inclusiv paradisurile fiscale);
- utilizarea, pe cât posibil, a controlului fluxurilor de capital;
- limitarea volatilității ratelor de schimb și piețelor de mărfuri (stocuri tampon, restrângerea utilizării practicii de vânzare în lipsă fără prevalidare)<sup>25</sup>;
- protecția consumatorilor de servicii financiare;
- taxe pe tranzacții ca instrument care contribuie la restrângerea unui sector financiar supraextins, la diminuarea externalităților negative și la crearea de venituri fiscale<sup>26</sup>.

În UE este nevoie să se consolideze reglementarea și supravegherea grupurilor financiare mari care operează transfrontalier. Putem spera că CERS și cele trei noi autorități<sup>27</sup> (care vor începe să

---

<sup>22</sup> Noua formă a acordului Basel (Basel III) ar ridica rata de capital de rangul 1 la cel puțin 7 %.

<sup>23</sup> Puterea în piață (concentrarea) duce la abuz pe piață și, în sistemul bancar, după cum această criză a demonstrat cât se poate de clar, la riscuri sistemice sporite prin formarea de conglomerate care s-au angajat în fabricarea de produse sintetice, au folosit expuneri foarte ridicate și strategii de investiții foarte riscante. Ironia face ca sistemul bancar oligopolic rezultat din criză să fie mai riscant decât cel care a intrat în ea (Wolf p. 9). Cei care susțin că dimensiunea nu contează folosesc un argument în cerc. Autoritățile britanice au luat deja măsuri în acest domeniu, cerând mai multor bănci să cesioneze unele dintre componentele lor de afaceri.

<sup>24</sup> Este vorba despre legislația americană din 1933 care cerea separarea activităților bancare clasice de cele speculative, cele mai importante prevederi ale sale au fost abolite în 1999. Oricât de complicată ar fi întoarcerea la acest gen de legislație, efortul merită făcut. Practicile bancare de tip casino trebuie restrânse cât mai mult și operațiunile speculative ale băncilor să fie înfrânate cu severitate.

<sup>25</sup> Comisarii UE Michel Barnier și Dacian Cioloș au inițiat măsuri de restricționare a vânzării în lipsă fără prevalidare.

<sup>26</sup> În această privință există două aspecte importante: a) riscul sistemic, care nu poate fi disociat de dimensiune și b) alocarea de resurse și distribuirea profiturilor. Venitul dintr-o astfel de taxă ar ajuta instituțiile financiare internaționale să facă față efectelor crizelor în economiile emergente și în economiile sărace în general. Ceea ce s-ar obține dintr-o astfel de taxă, ar putea ajuta UE să instituie un mecanism de stabilizare în caz de criză și ar putea contribui la finanțarea bugetului UE (comisarul Janusz Lewandowski a făcut aluzie la o astfel de utilizare).

<sup>27</sup> Actualele comitete de supraveghere ale UE - Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (CESR), Comitetul european al inspectorilor bancari (CEBS) și Comitetul european al inspectorilor de asigurări și pensii ocupaționale (CEIOPS) - se vor transforma în autorități europene de supraveghere (ESA): o Autoritate bancară europeană (ABE), o Autoritatea europeană pentru asigurări și pensii ocupaționale (AEAPO) și o

funcționeze din ianuarie 2011) vor aduce un plus decisiv în această privință. CERS ar trebui să intervină atunci când expansiunea creditelor amenință stabilitatea economiei din unul sau mai multe state membre<sup>28</sup>. Planurile G20, de a reglementa mai strict băncile mari, care operează la nivel mondial, reprezintă un pas în direcția cea bună.

### 2.2.2 Stabilitatea financiară în noile state membre<sup>29</sup>

Există mai multe mijloace de îmbunătățire a accesului la lichidități și de reducere a amenințărilor de insolvență; unele dintre aceste remedii au fost puse în aplicare în timpul crizei: norme privind convergența garanțiilor de depozit, care ar trebui să prevină politicile de profit pe seama celorlalți; facilități financiare pe termen mediu; linii de creditare și investiții ale instituțiilor financiare internaționale.

Două căi de îmbunătățire a sprijinului UE pentru noile state membre merită să fie discutate: linii de *swap* între BCE și băncile naționale ale țărilor din afara zonei euro; o extindere a gamei de garanții acceptate de BCE pentru emisiuni de obligațiuni în monede naționale ale noilor state membre din afara zonei euro. Aceste două măsuri, care ar fi contribuit la prevenirea minusurilor de lichiditate, au fost examinate dar nu au fost puse în aplicare în punctul culminant al crizei. Ar trebui să fie puse în aplicare dacă apar din nou condiții care reclamă folosirea lor.

Mai devreme sau mai târziu, noile state membre își vor pune din nou problema prevenirii unor viitoare explozii de creditare. Instrumentele care pot fi utilizate sunt: capitalul contraciclic și cerințele de rezerve; constituirea dinamică de provizioane împotriva pierderilor așteptate; limite impuse asupra expunerii și nepotrivirilor de maturitate; măsuri macroprudențiale discreționare sub îndrumarea nou createlor organisme de supraveghere macroprudențială precum CERS. Problema noilor state membre este că acest set de instrumente se aplică cel mai bine țărilor în care creditarea este efectuată, preponderent, de bănci locale. Este puțin probabil să fie eficient în țări în care creditarea dominată de filiale ale băncilor străine, sau în care împrumutul poate fi externalizat către entități străine ale grupului bancar (respectiv banca mamă sau o subsidiară dintr-o altă țară). Coordonarea organismelor de supraveghere poate reprezenta o soluție și ar trebui să continue să fie dezvoltată, dar nu prea folosește atunci când instituțiile participante au mandate și interese diferite, posibil conflictuale. Aici rolul CERS devine proeminent. Noile state membre nu se pot baza pe controlul capitalurilor pentru că piața unică interzice astfel de măsuri. Prin urmare, riscul influxurilor de capital destabilizatoare care duc la bule de creditare trebuie să

---

Autoritate europeană pentru valori mobiliare și piețe (AEVMP). Ar trebui să se instituie un comitet de supervizare a autorităților europene de supraveghere, pentru consolidarea înțelegerii reciproce, a cooperării și a abordărilor coerente ale supravegherii, mai ales în legătură cu conglomeratele financiare, precum și pentru coordonarea schimbului necesar de informații între autoritățile europene de supraveghere și CERS.

<sup>28</sup> Aceasta ar putea însemna aplicarea de cerințe de rezervă minimă diferențiate sau impunerea de rate de capital anti-ciclice (de Grauwe, a, p.5).

<sup>29</sup> Această secțiune se bazează pe "Whither growth in central and eastern Europe".

fie abordat prin alte mijloace, care pot include acțiuni asupra cererii de creditare. Instrumentele fiscale și de reglementare pot fi folosite, spre exemplu, pentru ținerea sub control a creditului ipotecar atunci când acesta este considerat excesiv din punct de vedere macroprudențial.

Având în vedere că piețele financiare ale statelor membre aflate în afara zonei euro sunt dominate de grupuri străine, autoritățile țărilor de origine trebuie să colaboreze foarte strâns cu autoritățile țărilor gazdă în cazul apariției unui caz de bancă aflată în dificultate. Este important ca guvernatorii băncilor naționale (care reprezintă principalele organisme de reglementare/supraveghere) din regiune să fie în strâns contact și să își coordoneze măsurile.

### 2.2.3 Adoptarea euro

Criza în zona euro demonstrează că renunțarea la opțiunea cursului de schimb flexibil poate fi foarte costisitoare în ceea ce privește ajustarea fiscală dacă nu este însoțită de eforturi de limitare a cererii excesive în sectorul privat, chiar dacă politica fiscală este, în general, corectă. Totuși, limitarea cererii excesive în sectorul privat nu se poate realiza cu ușurință în cazul țărilor care au cedat din puterea politicii monetare în condițiile unui mediu cu liberă circulație a capitalului. **Este demn de remarcat că exploziile imobiliare și de creditare din Irlanda și Spania au fost destul de asemănătoare cu cele din unele noi state membre, ceea ce sugerează că scăderea ratelor dobânzilor reale ca rezultat al integrării financiare și ratrapajului economic contează și în interiorul și în afara zonei euro.** Țările din afara zonei euro ar trebui, prin urmare, să fie prudente înainte de stabilirea cursului de schimb și ar trebui să permită maximum de flexibilitate posibilă pe parcursul adoptării euro, dar în orice caz ar trebui să introducă măsuri de prevenire a exploziilor nesustenabile de creditare. Autoritățile țărilor gazdă ar putea, însă, să nu fie eficiente în acest efort din cauza integrării financiare profunde.

Criza din zona euro, în mod special problemele de competitivitate ale Spaniei, Portugaliei și Italiei și incapacitatea acestor țări de a-și ajusta competitivitatea în interiorul zonei euro, ridică o mare problemă: să se ceară îndeplinirea criteriilor pentru zona monetară optimă (ZMO) *ex ante*, adică înainte ca o țară să intre în zona euro, sau este suficient să se aștepte ca aceste criterii să fie îndeplinite *ex post*, adică să se creeze în economie, ca urmare a admiterii în zona euro, schimbările structurale care vor face ca țara să devină compatibilă cu cerințele uniunii monetare chiar dacă nu fusese înainte? Incapacitatea țărilor sudice din UME de a se adapta la presiunile de competitivitate din interiorul eurozonei sugerează că ar fi mai bine pentru nou-veniții în zona euro dacă ar satisface criteriile ZMO *ex ante* și dacă există instrumente în cazul în care apare necesitatea de a se ajusta *ex post* divergențele cursului de schimb real. Noile state membre formează un grup eterogen; unele dintre ele sunt mai bine integrate în rețelele industriale ale UE și au balanțe comerciale relativ echilibrate, în timp ce altele (inclusiv România) au dezechilibre comerciale și mult capital a intrat în sectoare de bunuri și servicii non-tradeables. Prin urmare, șansele lor de a se integra în UME nu sunt similare.

Un obstacol greu de trecut îl reprezintă criteriile de la Maastricht – care par și mai dificil de îndeplinit în contextul economic european atât de schimbător (ca să nu mai vorbim de efectul Balassa-Samuelson în cazul economiilor emergente). Teoretic, UE ar putea adopta o abordare mai permisivă față de noile state membre care doresc să adopte euro, prin relaxarea/adaptarea criteriilor de la Maastricht. Dar, dacă se permite economiilor cu o poziție ceva mai fragilă să intre în eurozonă, euro ar fi slăbit. Cu toate acestea, trebuie spus că sunt câteva noi state membre mai capabile de soliditate fiscală în interiorul eurozonei decât state UME mai vechi. În acest caz, argumentul unei slăbiri a euro din cauza unei extinderi spre est își pierde o parte din tărie.

#### 2.2.4 Un mecanism de gestionare a crizelor

Criza datoriilor publice în zona euro demonstrează caracterul incomplet al cadrului de politici al UME. După multe întâzieri, Uniunea Europeană a aprobat acordarea de asistență Greciei și a creat Fondul European de Stabilitate Financiară (FESF) pentru o perioadă de trei ani (până în 2013). BCE a cerut să se creeze un fond de gestionare a crizei pentru zona euro, care să fie utilizat în cazul în care consolidarea cadrului normativ nu este suficientă pentru prevenirea unor viitoare crize ale datoriilor. Un astfel de fond ar trebui să asigure o finanțare pentru orice eventualitate la rate de penalizare pentru guvernele care se confruntă cu dificultăți în accesul la piețele private de credit. Consiliul European din 28-29 octombrie 2010 a afirmat că „șefii de state sau guverne sunt de acord asupra necesității ca statele membre să stabilească un mecanism permanent pentru salvagardarea stabilității financiare a zonei euro”<sup>30</sup>.

Un raport recent afirmă că „absența oricăror norme care să orienteze așteptările pieței în legătură cu felul în care guvernele și Comisia ar răspunde crizei a contribuit la volatilitatea piețelor financiare în timpul crizei iar aceasta, la rândul său, a contribuit la sentimentul factorilor de decizie că trebuie să acționeze de urgență (Gianviti et.al). Autorii sugerează crearea unui Mecanism european de rezolvare a crizelor (MERC) așezat pe doi piloni: o procedură de inițiere și gestionare a negocierilor dintre un debitor suveran cu o datorie nesustenabilă și creditorii săi, care conduce la o restructurare a obligațiilor acestuia pentru a restabili sustenabilitatea finanțelor sale publice și norme pentru asigurarea de asistență financiară țărilor din zona euro ca element de rezolvare a crizei. Dacă se constată insolvența unei țări din zona euro, asigurarea de

---

<sup>30</sup> Un acord franco-german încheiat la 18 octombrie menționează stabilirea „unui cadru permanent și robust pentru asigurarea pe viitor a unei gestionări coerente a crizelor”. Se relatează că autoritățile germane pregătesc o propunere de coordonare a cererilor deținătorilor de obligațiuni într-o criză a datoriei publice și de impunere a unor „ajustări” la valoarea datoriei unui guvern în pericol financiar. Poziția germană este expusă prin cuvintele ministrului de finanțe Wolfgang Schäuble: „Merită să ne amintim că uniunea monetară nu a fost destinată să fie un panaceu pentru membrii eurozonei și nici un sistem de îmbogățire pentru speculatorii financiari. Nu a fost destinată să fie nici un sistem de redistribuție de la țările bogate la țările sărace prin împrumuturi mai ieftine pentru guverne prin intermediul unor euroobligațiuni comune sau a transferurilor fiscale directe. Uniunea Monetară Europeană nu va avea succes dacă unele țări se află mereu în deficit și își slăbesc competitivitatea pe seama stabilității euro”. După părerea mea, această poziție subestimează implicațiile caracterului sub-optimal al UEM și nevoia de a folosi instrumente mai eficiente pentru a încuraja o convergență reală în această zonă.

ajutor financiar ar trebui să fie condiționată de încheierea unui acord între debitor și creditori prin care se restabilește solvența.

Dar nu va fi ușor ca propunerea de mai sus să devină funcțională. De exemplu, cum se poate rezolva problema clasică a „călătorului fără bilet” (free riding), reprezentată de creditorii care nu doresc să participe la o restructurare colectivă a datoriei care implică „ajustări”. Reprezintă „clauzele de acțiune colectivă” (collective action clauses) un instrument suficient în această privință? O altă abordare susține că acest mecanism va face UME mai expusă la crize deoarece va introduce dinamici speculative în aceasta; se face o analogie cu Mecanismul Ratelor de Schimb (Exchange Rate Mechanism) care a precedat crearea zonei euro (de Grauwe, b, p.3). De aceea, unii consideră că o versiune europeană a FMI, sugerată de Gros și Mayer ar fi o alternativă mai bună pentru a urma fondului de asistență financiară (Nielsen). Există chiar și un curent de gândire conform căruia nu este nevoie de un mecanism formal și că instrumentele tradiționale, precum o ofertă de schimb de obligațiuni, ar fi suficiente (Roubini). Dar, expunerea reciprocă ridicată între entitățile financiare din UEM și efectele puternice de contaminare ar face ca restructurarea declanșată individual a datoriei publice să fie riscantă atât pentru țara implicată, cât și pentru zona euro. În plus, după cum arată experiența cu Grecia și Irlanda, este greu pentru o țară să renunțe la mândrie, să declare, de bună voie, un moratoriu la plățile datoriei și să ceară o restructurare. O altă mare problemă poate fi aceea că o combinație lipsită de consistență de interdicție a salvării, interdicție a ieșirii din UME și interdicție a incapacității de plată (ca în actualele mecanisme UME) s-ar transforma într-o altă lipsă de consistență: posibilitatea incapacității de plată, dezechilibre persistente și lipsa unor mecanisme fiscale corespunzătoare (Munchau). Revenim astfel la punctul de plecare și anume la posibilitatea de a avea o uniune monetară fără o bază bugetară solidă. În plus, există nevoia unei convergențe economice reale în cadrul UME. Poate constitui strategia Europa 2020 un instrument eficient în acest scop?

Totodată, merită să ne întrebăm dacă programele de ajustare fiscală care sunt adoptate în câteva state UME sunt realiste; se pare că, în anumite cazuri, o restructurare a datoriei publice este până la urmă inevitabilă. Cu atât mai mult cu cât aceste programe au loc într-un ambient extern foarte ostil. Ar putea juca politicile UE un rol în creșterea șanselor ca aceste programe să fie de succes?

### 2.3 Abordarea dezechilibrelor globale

Criza actuală a reliefat una dintre moștenirile intelectuale ale lui Keynes, care a stat la baza acordurilor de la Bretton Woods - și anume că fluxurile de capital de mare volatilitate sunt dușmanii comerțului și creșterii economice și că piețele financiare sunt instabile prin propria natură<sup>31</sup>. De fapt, restricționarea fluxurilor financiare reprezintă un mod de rezolvare a *triadei*

---

<sup>31</sup> Pentru contribuția lui John Maynard Keynes la dezbaterile asupra mecanismelor Bretton Woods, a se vedea de asemenea Eichengreen. Skidelsky susține că a venit momentul să se treacă la reforma sistemului monetar internațional și refolosirea ideilor lui Keynes.

*imposibile* care susține că o politică monetară autonomă, o rată stabilă de schimb și fluxurile libere de capital nu se pot realiza concomitent<sup>32</sup>. Prin urmare, pentru ca liberul schimb și stabilitatea relativă a ratelor de schimb să susțină o creștere economică durabilă, fluxurile de capital trebuie să fie controlate. Guvernul francez și-a semnalat intenția de a înscrie G20 într-un efort de regândire și reorganizare a arhitecturii sistemului financiar internațional – care trece dincolo de redistribuirea drepturilor de vot în instituțiile financiare internaționale. Numărul tot mai mare de economii emergente care recurg la controlul capitalurilor (pentru stăvilirea fluxurilor speculative) este relevant pentru dinamica actuală a economiei mondiale. Este demn de remarcat, de asemenea, schimbarea de optică a FMI în această privință.

### 3. Aspecte de luat în considerare

Distingerea datoriei private de cea publică a devenit o problemă copleșitoare în UE, având în vedere integrarea sa financiară de adâncime. Este probabil că programul de salvare a Greciei și Irlandei a fost motivat, nu în ultimul rând, de expunerea importantă pe care o au bănci franceze și germane și alte bănci europene la datoria publică grecească și irlandeză. Datoriile din sectorul privat (bancar) se transformă în probleme suplimentare enorme pentru datoriile publice atunci când falimentele nu sunt tolerate (fără a menționa problema hazardului moral). Aceasta este una dintre marile revelații ale crizei actuale. Incapacitatea de a descurca miriadele de datorii interconectate va avea un impact negativ asupra politicilor fiscale timp de ani de zile. Chiar în prezent această caracteristică a integrării financiare profunde pare a fi subestimată de unii. Îngrijorător este faptul că o consolidare în domeniul bancar ar conserva relația de ostatic în care sunt menținute bugetele guvernamentale. Trebuie găsite modalități pentru a fi siguri că operează o regulă de aur a economiei de piață, și anume: investitorii își asumă riscurile că pierderile nu sunt preluate la nivel social.

Actuala criză a reorientat atenția asupra bugetelor publice din cauza creșterii masive ale dimensiunilor acestora în țări în care entități financiare mari au fost amenințate de colaps și au avut loc intervenții de salvare. Deficitele fiscale nu sunt însă mai puțin importante în economii în care declinul economic este semnificativ și în care a avut loc o scădere de creștere potențială -- atunci când criza a făcut ca bulele să explodeze și a revelat ani de alocări deficitare a resurselor. **O țară poate avea o datorie publică relativ scăzută, dar dacă deficitul său structural este mare, obligațiile sale de plată pot crește brusc.** O criză de insolvență poate să apară la orizont, dacă nu se trece la consolidarea fiscală. Deficitele fiscale pot fi scăzute pentru o vreme, până când explodează atunci când dezechilibre ascunse ies la lumină. În UME nu s-a acordat atenție dezechilibrelor de cont curent între statele membre decât atunci când s-a declanșat criza. Unii folosesc o analogie cu SUA – despre care se poate spune că nu este prea relevantă ținând cont de aranjamentele fiscale foarte diferite.

---

<sup>32</sup> Aceasta este demonstrată analitic prin modelul Mundell-Fleming.

Normele fiscale, supravegherea și presiunea colegială ar putea să nu fie suficiente pentru consolidarea coeziunii UME, a UE în general. Un handicap al UE este că plătitorii de taxe sunt până la urmă cetățeni naționali. Pot fi protejate bunurile comune (inclusiv euro) dacă resursele comune (bugetul UE) nu devin substanțiale? Se pot elabora sisteme de gestionare a crizelor și de restructurare a datoriilor publice astfel încât acestea să compenseze dimensiunea mică a bugetului UE și complexitatea procesului decizional în UE? Pot utiliza factorii de decizie din UE instrumente suplimentare pentru stimularea convergenței reale în UME și în întreaga UE? Este posibilă o consolidare a politicilor la nivel UE?

Ar putea apărea o tendință deflaționistă în orientarea politicii monetare, ținând cont de voința de a se stopa dezvoltarea bulelor încă din faze inițiale? Pe de altă parte, nu ar favoriza aceasta o creștere pe termen lung prin promovarea unei mai mari stabilități? Și acesta este o întrebare care are nevoie de răspunsuri temeinice. Într-un fel, răspunsul este analog deciziei privind o viteză corespunzătoare pentru punerea în aplicare a Basel III: deoarece o punere prea rapidă în aplicare ar putea înăbuși refacerea economică; pe de altă parte, o punere în aplicare prea lentă ar crea premise ale unei noi crize.

Deflația datoriei reprezintă un risc, chiar dacă mai mic în UE decât în SUA. Dacă aceasta are loc în mai multe economii importante, rezultatul ar fi o revenire a crizei cu efecte devastatoare. Ar avea loc o niponizare a acestor economii, respectiv o lungă perioadă de stagnare indusă de o „capcană a lichidității” și consum scăzut. Stabilitatea financiară s-ar afla din nou pe prima pagină a agendei publice din cauza înrăutățirii constante a situației financiare a băncilor. Datoriile publice ar fi împovărate și mai mult, dacă nu se consideră posibilitatea unei ieșiri prin crearea deliberată de inflație. În plus, ar acționa și efecte intense de contaminare.

Contează dimensiunea atunci când se evaluează riscul financiar? Se pare că da. Economiiile mai mari sunt considerate ca având o mai bună capacitate de rezistență la șoc; sunt potențial mai solide. Reziliența (capacitatea de a suporta șocuri externe și interne) va deveni într-o tot mai mare măsură un obiectiv de politica economică de prim rang în anii următori.

Care ar fi impactul noilor tehnologii pentru ocolirea normelor? Organismele de reglementare și supervizare trebuie și ele să țină cont de acestea, atunci când se gândesc la stabilitatea financiară. Aceasta din urmă poate fi legată și de capacitatea economiei de a rezista la efectele dezastrelor naturale cu implicații sociale. Și demografia joacă un rol prin perturbarea echilibrului intergenerațional și, în consecință, a echilibrului fiscal.

Anii care vor veni vor fi însoțiți, destul de probabil, de un mediu tot mai nesigur; complexitatea va spori și ea. Aceste circumstanțe pledează pentru un sistem de intermediere financiară mai simplu, de dragul propriei sale stabilități. Dacă acest lucru nu se întâmplă și persistă dezechilibrele globale, este de așteptat o creștere a fragmentării și o întoarcere mai accentuată către sine a societăților. Aceasta va avea implicații profunde asupra sistemului mondial. S-ar

putea, ținând cont de lecțiile crizei financiare și de necesitatea de a oferi economiilor o mai mare fiabilitate, să existe o dimensiune optimă a deschiderii (din punct de vedere comercial și financiar). Aceasta înseamnă că întreprinderile trebuie să gândească la nivel global și să opereze selectiv ca mijloc de minimizare a riscurilor. De asemenea, s-ar putea să ajungem la un sistem financiar bazat pe trei blocuri, ca mijloc de menținere a unui sistem mondial relativ deschis (Dăianu, 2009, 2010).

### **Observații finale**

Această lucrare pune accentul pe *structură* și pe *rețele* ca mijloc de înțelegere a crizei actuale și a tensiunilor în UE (UME). O astfel de perspectivă întărește motivația unei reforme a guvernancei economice a UE. După cum arată această criză, nu numai normele fiscale și concordanța lor cu o funcționare corespunzătoare a UME creează probleme. Defectele de intermediere financiară, dezechilibre tot mai mari rezultate din dinamica fluxurilor de economisire și investiții din sectorul privat, reglementarea și supravegherea inadecvată a piețelor financiare au jucat un rol major în declanșarea crizei datoriilor publice în EMU. Supraextinderea instituțiilor financiare și comportamentul investițional al acestora trebuie de asemenea scoase în evidență. În consecință, o reformă a guvernancei economice a UE trebuie să se concentreze asupra normelor fiscale și a respectării acestora, asupra dezechilibrelor economice și asupra decalajelor de competitivitate, asupra reglementării și supravegherii piețelor financiare. Trebuie menționată în acest context necesitatea combaterii dezechilibrelor globale și a revizuirii aranjamentelor internaționale. Promovarea unei convergențe economice reale rămâne o problemă majoră în UME. De aceea, instituțiile UE trebuie să acorde mai multă atenție acestui aspect. O amenințare la adresa UME vine din partea unui clivaj în creștere între flancul său nordic și cel sudic, ultimul fiind foarte posibil să intre în cercuri vicioase, incapabil să suporte impactul consolidării fiscale într-o atmosferă externă ostilă. Un alt decalaj s-ar putea lărgi între state membre mai vechi în UE și unele noi state membre. Poate oferi Europa 2020 o soluție în această privință? Noile state membre au un interes profund în reforma guvernancei europene, pentru că nu pot scăpa de impactul marilor externalități ale UE și pentru că funcționarea lor depinde de normele Uniunii.

### **Implicații pentru România**

Criza datoriilor suverane în UME ține capul de afiș în presă și pe agendele de politica publică. Ea a scos și mai mult în relief nevoia de reformă a guvernantei economice în UE, în Uniunea monetară. Pentru România, această reformă prezintă utilitate din cel puțin două puncte de vedere. Unul, fiindcă interesul nostru este ca Uniunea să-și trateze în mod ferm slăbiciunile. În al doilea rând, reforma privește dificultăți ale procesului decizional intern. Să ne gândim la precaritatea exercițiilor bugetare (inclusiv nivelul scăzut al încasărilor bugetare), la incapacitatea devenită aproape congenitală de a prioritiza și de a aloca fonduri importante pentru investiții publice de anvergură națională, risipă, etc.

Deși nu avem (încă!) o datorie publică mare, ritmul ei de creștere este amenințător. Creșterea economică pe baze fragile a ocultat, ani de-a rândul, un deficit bugetar structural important, care acum a ieșit la iveală. Esențial pentru noi este deci să realizăm o corecție a cheltuielilor bugetare, o consolidare fiscală (prin reforme structurale), care să permită României să nu intre în furtuna declanșată de criza datoriilor suverane – ce a cuprins țările din zona sudică a UME. Aici, un avantaj este faptul că beneficiem de regimul de curs flotant, că avem o politică monetară autonomă – deși gradul de euro-izare limitează serios spațiul de manevră. Și pentru România este valabilă distincția între măsuri de gestionare a crizei (care include corecții bugetare) și cele care fac parte dintr-o reformă a cadrului de guvernare economică.

**“Semestrul economic”, anunțat de Consiliul European, este o oportunitate pentru România de a gândi din timp bugetul public, într-o perspectivă mai lungă.** Această procedură ar trebui să implice o schimbare esențială de raportare la partenerii din UE; să ne gândim la faptul că proiectul nostru de buget va fi examinat în alte țări din UE, de instituțiile europene principale, în mod sistematic și **că parlamentarii români vor avea de judecat recomandări „europene” cu impact concret asupra bugetului național.** Acest dialog poate ajuta mult, dar nu sunt excluse divergențe importante. Programarea bugetară multi-anuală va trebui să capete fond; ea ar avea și rostul de a energiza procesul de absorbție de fonduri europene, care ar fi o șansă a României de a contracara efectele nefaste ale crizei privind nivelul producției și ritmul creșterii economice potențiale (diminuat de criză). Reforma guvernării economice poate ajuta România și în ceea ce privește consolidarea unor instituții, construcția unor entități independente de analiză (precum Consiliul Fiscal). Măsuri de control al dezechilibrelor în UE au relevanță întrucât semnaleză nevoia de a schimba natura creșterii economice, de a economisi mai mult, de a încuraja investiții productive (în sectoare de “tradeables”), de a avea obsesia productivității.

Esențiale sunt reglementarea și supravegherea grupurilor financiare care operează în România. Relația autorităților autohtone cu agențiile europene va căpăta dimensiuni noi. Fiindcă avem interesul ca activitatea băncilor să fie orientată către finanțarea producției, a infrastructurii. De aceea **trebuie să susținem inițiative ale Comisiei, ale Consiliului care urmăresc o reformă a intermedierei financiare, îngrădirea operațiunilor speculative.** Intrarea în zona euro are sens dacă se îndeplinesc două condiții: probleme mari ale Uniunii Monetare să fie depășite; economia noastră să fie compatibilă cu ceea ce presupune o arie monetară optimă. Criza din UE, criza datoriilor suverane, trebuie să ne învețe să ne bazăm mai mult pe forțe proprii, chiar dacă facem parte din acest club.

## Referințe bibliografice

Becker Torbjorn and Daniel Dăianu, Zsolt Darvas, Vladimir Gligorov, Michael Landesmann, Pavle Petrovic, Jean Pisani-Ferry, Dariusz Rosati, Andre Sapir, Beatrice Weder Di Mauro, (2010), "Whither Growth in Central and Eastern Europe? Policy Lessons for an Integrated World", Bruegel Blueprint Series;

Buti, Marco and Martin Larch (2010), "The Commission proposals for stronger EU economic governance", VoxEU, 14 October;

Dabrowski, Marek (2010), "Macroeconomic surveillance within the EU", CASE network E-briefs, No 13, November;

Daianu, Daniel (2009), "Limits of Openness", in European Ideas Community, Europesworld, 17 August

Daianu, Daniel (2010), "The Economic Monetary Union: Entering an Age of Diminished Expectations and Growing Uncertainties", in "The Euro in 2019", Revue d'Economie Financiere, no. 96, January, pp.135-150;

Dullien Sebastian (2010), "Towards a sustainable growth model for Europe", Berlin, 1/IPG, pp.36-44

Eichengreen, Barry, (1996), "Globalizing capital. A history of the international monetary system", New Jersey, Princeton University Press;

Grauwe, Paul de (2010, a), "What kind of governance for the eurozone?", CEPS Policy Brief, no.214/September 2010;

Grauwe, Paul de (2010,b), "A mechanism of self-destruction of the eurozone", CEPS Commentary, 9 November;

Gianviti, Francois, Anne A. Krueger, Jean Pisani-Ferry, Andre Sapir, Jurgen von Hagen, (2010), "A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal", Brussels, Bruegel, 9 November;

Giavazzi, Francesco and Luigi Spaventa, (2010), "The European Commission's proposals: empty and useless", VoxEU, 14 October;

Gros, Daniel and T. Mayer, (2010), „Towards a Euro(pean) Monetary Fund”, CEPS Policy Brief, no.202, February;

Gros, Daniel and Stefano Micossi (2008), „The beginning of the end game”, VoxEU, 20 September

Haldane, Andrew (2009), "Rethinking The Financial Network", Speech at the Financial Student Association in Amsterdam, April, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf>.

Kanter, James (2010), "Bondholders and EU square off over Ireland", International Herald Tribune, 12 November;

Lamfalussy, Alexander (2000), "Financial Crises in Emerging Economies", New Haven, Yale University Press;

Minsky, Hyman (1986), "Stabilizing an Unstable Economy" (first edition), New York, McGraw-Hill, 2008;

Monti, Mario (2010), "A new strategy for the single market", report to the President of the European Commission, 9 May;

- Munchau, Wolfgang, (2010), "Fiscal union is crucial for the euro's survival", Financial Times, 15 November;
- Nielsen Erik, (2010), "Eurozone must fashion its bond haircuts in an appealing style", Financial Times, 10 November;
- European Commission (2010), "A new EU economic governance –a comprehensive Commission package of proposals", 29 September;
- European Council (2010, a), "National fiscal frameworks: report on the exchange of best practice", Brussels, 7 October;
- European Council (2010), "Strengthening Economic Governance in the EU. Report of the Task Force to the European Council", Brussels, 21 October;
- EFC (2009), "Lessons from the financial crisis for European financial stability arrangements", EFC High-Level Working Group on Cross-Border Financial Stability Arrangements, 18 June;
- Pisani-Ferry, Jean, (2010), "Euro-area Governance: What Went Wrong? How to repair it?", Bruegel Policy Contribution, June;
- Roubini, Nouriel (2010), "Irish woes should speed Europe's default plan", Financial Times, 16 November;
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009), "This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly", Princeton, Princeton University Press;
- Schauble, Wolfgang (2010), „A Plan to tackle Europe's debt mountain", Europesworld, Autumn;
- Skidelsky, Robert (2010), "A golden opportunity for monetary reform", Financial Times, 10 November
- Sturzenegger, Federrico and Jeromin Zettelmeyer (2006), „Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises", Cambridge (MA), MIT Press;
- Taleb, Nassim N, (2004), "Fooled by Randomness. The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets", London, Penguin Books;
- The High Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière (2009), "Report", Brussels, 25 February;
- The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis (2009), FSA, London;
- Wiplosz, Charles (2010), "Eurozone reform: not yet fiscal discipline, but a good start", VoxEU, 4 October;
- Wolf, Martin (2009), "The Challenges of Managing our Post-crisis World", Financial Times, 30 December.


**Daniel Dăianu** este profesor de economie la Școala Națională de Studii Politice și Administrative (SNSPA) din București, fost ministru de Finanțe al României și fost europarlamentar. Cea mai recentă carte a sa este "Which way goes capitalism", Budapest/New York, CEU Press.

Acest raport apare în cadrul proiectului **România activă în dezbaterile europene II** derulat de Centrul Român de Politici Europene (CRPE) și finanțat de Fundația Soros România în cadrul Inițiativei de Politică Externă.

Conținutul acestui raport nu reprezintă în mod necesar poziția oficială a Fundației Soros.

Opiniile exprimate nu implică automat poziția tuturor experților afiliați CRPE sau a altor instituții și organizații partenere CRPE.

Traducere din engleză de Radu Gafta.

Credit foto copertă: Rainer Ebert via *Flickr* 

© CRPE decembrie 2010

Centrul Român de Politici Europene  
Str. Gheorghe Pop de Băsești nr. 43-45  
ap. 5, București - 2  
[office@crpe.ro](mailto:office@crpe.ro)  
Telefon +4 0371.083.577  
Fax. +4 0372.875.089

Pentru mai multe detalii despre CRPE vizitați [www.crpe.ro](http://www.crpe.ro).