

Claudiu PEPTINE

Faculty of Economics and Business Administration,
Alexandru Ioan Cuza University of Iași,
Iași, Romania

EFECTUL DE CONTAGIUNE ECONOMIC - O PERSPECTIVĂ TEORETICĂ

Keywords

*Contagiune internațională financiară
Criză
Indicatori macroeconomici
Politici fiscale*

JEL classification

E44, F34

Abstract

Sincronicitatea și virulența actualei crize globale nu pare a fi pe deplin explicată de problemele vizibile cu care se confruntă economiile afectate. Din acest punct de vedere fenomene precum contagiunea economică sunt puse sub spectrul analizei economice. Lucrarea de față încearcă să analizeze și să organizeze o gamă bogată de cauze, definiții și moduri de măsurare a contagiunii economice sub aspectul său conceptual. Încercând să înțelegem cauzele, analiza ne poartă spre examinarea posibilelor canale prin care sunt transmise șocurile. De asemenea va încerca să creeze o imagine de ansamblu asupra modelelor empirice în determinarea acestui tip de fenomen în economia globală.

Această lucrare dorește să realizeze o sinteză a modelelor empirice și teoretice care vizează contagiunea economică internațională. Chiar dacă nu există un consens științific cu privire la definițiile atribuite contagiunii, rândurile următoare vor expune progresul înregistrat în această privință până în momentul de față. În sfera empirică, analiza acestui fenomen s-a concentrat asupra determinării veniturilor financiare „excesive”, în măsura în care o bună alegere a rolului pe care acestea îl joacă în economie provoacă adoptarea de politici macroeconomice eficiente în contracararea efectelor crizelor financiare. La nivel teoretic, examinarea unor efecte precum comportamentul de „turmă” al actorilor pieței, a tepturilor economice incerte sau informațiile asimetrice reprezintă cheia în procesul de alegere a mecanismului de contagiune.

Înclinația recentă a cercetătorilor spre o mai bună înțelegere a datelor financiare privind veniturile economice și cea a procesului decizional la nivelul microstructurii pieței sunt c

promi toare pentru în alegerea transmiterii
ocurilor economice atât pe pie ele naționale,
cât i pe cele interna ionale.

Utilizarea cuvântului „contagiune”
pentru a descrie transmiterea interna ional a
crizei financiare a devenit oarecum
controversat , ajungându-se ca unii autori s
considere inoportun folosirea acestui cuvânt:
a se vedea Favero i Giavazzi (2002) i
Rigobon (2003). Termenul provoac o tr ire
emoțională puternică la nivelul piețelor
financiare internaționale, neexistând un acord
general asupra utiliz rii acestuia. Reacțiile
emoționale apar în mare parte din cauza
împrumutului s u din terminologia
epidemiologic - cuvântul contagiune este în
mod intrinsec asociat cu boala i chiar mai
deprimant, cu moartea, a a cum contagiunea a
fost adesea folosit ca un sinonim pentru
ciuma bubonic din Europa secolului al 19-lea.
Termenul induce, de asemenea, cel puțin
pentru unii, ideea c cei care cad prad
crizelor financiare nu o fac în mod voit. Cu
toate acestea, unii anali ti consider c de
multe ori speculatorii par s discrimineze
alegerea țărilor pe care le „atacă”.

În acest context, această lucrare
propune ca definiția "restrictivă" a Băncii
Mondiale privind contagiunea s fie un punct
de referin . Aceasta o reg sim în viziunea
unor autori precum Eichengreen i Rose(1995)
sau Eichengreen, Rose i Wyplosz(1996),
definit fiind ca un mecanism prin care
ocurile se transmit între diferite ri sau o
corela ie a st rii economice între dou sau mai
multe ri, dincolo de orice leg tur
macroeconomic vizibil care poate fi
interpretat ca ocuri comune. Această
defini ie se refer la acel efect de antrenare
suplimentar ap rut prin atitudini
comportamentale specifice la nivelul
investitorilor sau consumatorilor. Această
definiție este strâns legată de "sorgintea"
contagiunii economice ca termen, propus de
Kaminsky i Reinhart(1999), care rezult din
absența sau după controlul șocurilor comune și
a tuturor canalelor posibile de interconectare.

Chiar i cu un acord privind această
definiție, există dificultăți formidabile în
alegerea unui set adecvat de instrumente
macroeconomice de baz pentru a fi folosite ca
variabile de control, ceea ce sugereaz c
aceste modele nu pot fi aplicate în orice
context economic i social.

Cu toate acestea, cercetarea empiric
recent propune dou mijloace alternative.
Dungey, Fry, Gonzalez-Hermosillo i
Martin(2003) propun utilizarea de modele cu
factor latent, care nu necesit specificarea
exact a relațiilor dintre instrumentele
macroeconomice, în timp ce Pesaran i
Pick(2003) sugereaz o analiz a
interdependențelor macroeconomice ale pieței,
bazate pe utilizarea datelor privind fluxurile
comerciale i examinarea contagiunii ca efect
al acestora. Fiecare abordare conține o critică
implicit a celeilalte. Dungey (i colab.)
sugereaz un cadru unde interdependențele
înglobate în datele sistemului nu sunt suficient
de generale, în timp ce Pesaran i Pick au
descoperit c interdependențele nu sunt
suficient de vizibile în cadrul modelului cu
variabila latent . Ambele metodologii au
dificult ți în identificarea contagiunii
variabilelor macroeconomice fa de alte forme
ale transmisiei fluctua iilor economice - o
problem evidențiată de Dornbusch, Claessens
i Park(2000).

O variație privind definiția de mai sus
este aceea conform c reia contagiunea
reprezint o transmitere neanticipat a
ocurilor economice. Atunci când leg turile
economice transna ionale sunt anticipate - de
exemplu, prin schimburile comerciale i
fluxurile financiare sau alte tipuri de rela ii
economice apriorice - atunci acestea reprezint
conexiunile variabilelor macroeconomice, prin
urmare, ele nu sunt o contagiune. Se poate
argumenta c , existen a sau identificarea unui
canal special prin care contagiunea este
r spândit este la fel de important precum
transmiterea fluctua iilor economice prin
intermediul piețelor financiare, relațiilor
comerciale, leg turi politice sau expectativelor
economice. Cercet torii subliniaz importanța
identific rii canalelor potrivite i susțin că
aceasta este o modalitate prin care observatorii
autoriza i pot identifica corela iile i
transmiterea interna ional a fluctua iilor
financiare i nu doar identificarea unor valori
comune ale variabilele macroeconomice ale
țărilor supuse analizei.

Alegerea variabilelor macroeconomice
nu este independent de problema aflat în
discuție. Literatura de specialitate tinde să
adopte definiții ale contagiunii specifice pentru
fiecare domeniu în parte. Având în vedere
dificult țile inerente în definirea variabilelor de
control adecvate, această situație poate fi totuși

un lucru favorabil. Ca rezultat, contagiunea ar putea fi, de fapt, un concept care este definit în raport cu un anumit set de variabile macroeconomice, astfel încât definiția corespunde toare acesteia este o mișcare sincronă a sporirii în exces a veniturilor înregistrate în două rînduri după ce s-a efectuat analiza specifică a variabilelor macroeconomice vizate. Contagiunea este apoi definită în mod relativ față de variabilele macroeconomice alese din grupul întreg.

Aadar, orice test care ar confirma prezența efectului de contagiune este la fel de valid ca și modelele bazate pe variabile macroeconomice care determină corelațiile outputurilor internaționale, excesul veniturilor realizate, etc. O considerație teoretică timpurie a contagiunii economice pune accent pe legătura dintre contul curent și cel de capital al balanței de plăți. Pentru aplicațiile empirice, cercetătorii au utilizat o serie de alternative de control pentru reprezentarea variabilelor macroeconomice. De exemplu, Miller, Thampanishvong și Zhang(2003) au folosit indicele ratelor dobânzii din S.U.A. ca și variabilă de control, în timp ce Eichengreen, Wyplosz și Rose(1995) au folosit o gamă largă de variabile politico-economice, precum ratele de schimb și ratele dobânzii, rata inflației, contul curent și balanța bugetară, indicii piețelor de capital și indicatori privind creditarea internă, piața muncii sau a climatului politic. Unele dintre aceste variabile sunt reproduse în cercetarea lui Pesaran și Pick. Din acest punct de vedere, un avantaj al modelelor cu variabil latent precum cel al lui Dungey et al.(2003), Bekaert, Ng și Hodrick(2005) și Corsetti, Pericoli și Sbracia(2002) este faptul că nu trebuie specificat observația particulară a relației dintre variabilele macroeconomice. Dezavantajul este atunci când canalele de transmisie ale contagiunii nu sunt identificate în mod specific – de exemplu, problema este legată de canalul comercial sau financiar? Cu alte cuvinte, mecanismul prin care variabilele macroeconomice de bază afectează prețurile activelor nu este reprezentat.

2.1. ÎNGLOBAREA DATELOR DE PE PIEȚELE FINANCIARE

Dacă fenomenul contagiunii financiare este asociat cu o creștere artificială a veniturilor financiare, atunci definiția acestora

din urmă este o problemă prioritară. Pentru a ști când aceste venituri financiare sunt „în exces” trebuie folosit un model care înglobează prețurile activelor financiare din perioadele de normalitate. Din acest considerent, proprietățile statistice ale datelor financiare trebuie încorporate în orice fel de modelare empirică. Distribuția empirică a veniturilor financiare zilnice înregistrate pe piața financiară prezintă semne tipice de anormalitate și caracteristici ale volatilității în cluster (heteroscedasticitate variabilă temporală / efecte GARCH) și efectul „fat tails” (leptokurtosis). De aceea, cercetătorii propun ca modelele care cuprind procese ale piețelor financiare să reproducă aceste caracteristici. Crearea distribuției de date cu efectul „fat tails” implică o oarecare formă de non-liniaritate, de aceea, introducerea acesteia constituie o componentă importantă în cercetarea contagiunii economice.

Modelele non-liniare încorporează atât proprietățile statistice, cât și observațiile mecanismelor de propagare a ocurenților economice pot fi diferite între perioadele de normalitate și cele de criză. O clasă de modele, precum cele ale lui Bae, Karolyi și Stulz(2003) și Baur și Schultz(2002), examinează interrelațiile doar la „capetele” (tails) distribuției statistice. Ca o variație a modelelor de mai sus, Quintos, Fan și Phillips(2001) observau diferențele dintre non-criză și perioadele de criză ca pe schimbările din comportamentul capetelor (tails) în sine. Alții divizează observațiile extreme față de cele din gama „normală” folosind o „funcție prag” aplicată între perioadele de acalmie și cele de criză. Pesaran și Pick separau efectul de contagiune de cel de interdependență prin utilizarea unui model de transmitere a fluctuațiilor economice din perioadele „normale”. În acest mod, contagiunea este reprezentată într-un mod non-liniar prin introducerea transmiției de ocurenți transnaționale relativ mari, aceste ocurenți fiind determinate de „funcția prag” amintit anterior.

O altă sursă de îngrijorare în literatura existentă pe fenomenul de contagiune este dată de o prezență puternică a heteroscedasticității în datele privind veniturile financiare și a modului în care aceste date nu sunt analizate într-o manieră constantă. Spre exemplu, modelul inițial propus de Miller et al.(2003) nu poate genera crize, fiindcă nu are mijloacele de producere ale heteroscedasticității decât în cazul prezenței unui formator de piață (market

maker). Pe de alt parte, Favero și Giavazzi(2002) utilizează heteroscedasticitatea și starea de anormalitate pentru a identifica perioadele de criză, iar Forbes și Rigobon (2002) identifică existența efectului de contagiune printr-o modificare a volatilității.

Acest lucru indică importanța definirii unei perioade de criză în identificarea contagiunii economice. O mare parte a cercetătorilor consideră că acest efect, al contagiunii, poate fi identificat doar în datele statistice din perioadele de criză, folosindu-se astfel prezența heteroscedasticității pentru identificarea crizelor. Două metode generale de identificare a perioadelor de criză sunt întâlnite în literatura de specialitate. Prima este una de tip „ad hoc” care se bazează pe fazele de normalitate din economie, în timp ce cea de-a doua mizează pe identificarea turbulențelor cu modificări majore ale volatilității, bazându-se pe pragurile determinate din eantion. Acest metod este direct dependent de selecția eantionului, până la măsura în care pragul de volatilitate este exogen. Văzut în mod diferit, prin ridicarea nivelului unui prag, analistul selectează mai puține „*crisis observations*”. Progresul cercetării vizând endogenizarea procesului de separare a situației de non-criză în eantioanele de date ar reprezenta un pas important înainte.

2.2. INTERDEPENDENȚA PIEȚELOR ȘI PRAGURILE CRIZEI

Cu scopul de a izola efectele contagioase, forța relativă a interdependenței piețelor și contagiunea economică trebuie modelate simultan și identificate separat. Interdependența, spre deosebire de contagiune, apare dacă mărimea colectivă a piețelor nu este semnificativ mai mare decât cea a unei piețe sau mai multe ri înregistrează un șoc economic. Analiza acestei situații este mult mai ușoară într-un cadru bivariat cu două ri și două piețe financiare decât într-un mediu multivariat. Trebuie spus însă că dinamica rezultatelor nu este la fel de bogată.

Există numeroase dovezi de creștere a corelației între piețele financiare internaționale în ultimele decenii, efect ce ține pasul cu tendința de liberalizare a fluxurilor de capital. Astfel, testul bivariat pentru analiza schimbărilor semnificative în corelarea

condiționată dintre veniturile activelor pe perioade de non-criză și de criză a fost popularizat de Forbes și Rigobon(2002). Aceste aplicații sunt incluse în cercetarea lui Baig și Goldfajn(2001) și Ellis și Lewis(2002). Acesta este cel mai des întâlnit test în literatură; unele dintre cele mai relevante probleme în aplicarea sa sunt dezbătute în lucrările lui Corsetti, Pericoli și Sbracia, Loretan și Boyer, Gibson și Loretan. Testul de corelație este o variantă a definiției „restrictive” a Banca Mondială asupra fenomenului de contagiune, cu toate că majoritatea aplicativității sale încearcă să supună analizei un set limitat de variabile macroeconomice. Cu toate că aplicațiile existente sunt bivariate, Dungey et al(2003) au expus o variantă multivariată. În abordarea corelației statistice, apare problema definirii perioadei de criză, deoarece eantionul este ales să coincidă cu desfășurarea temporală a crizei. Problemele de selecție a eantionului afectează identificarea empirică a contagiunii, fenomen cauzat de eterogenitate experimentată în diferite ri ale crizelor financiare. Pe lângă acestea, eantionul selectat din perioadele de criză este de obicei mic ca mărime, fapt ce afectează efectul lor în stabilirea corelațiilor statistice.

În multe cazuri, pragurile folosite în mod obișnuit pentru a identifica crizele nu erau independente de eantion, exemplul analizat în lucrările lui Eichengreen, Rose și Wyplosz(1996), Favero și Giavazzi(2002). De preferat ar fi ca pragurile alese să fie introduse în mod simultan cu perioadele de criză. Alegerea acestor perioade are un impact direct atât asupra cercetării, dar mai ales asupra managementului și prevenirii crizelor economice. Cei mai importanți indicatori ai unei crize financiare pot fi utilizați de către decidenții politici în previzionarea acestora. Acest zăon a literaturii combină indicatorii variabilelor macroeconomice pentru a crea un index al „vulnerabilității față de criză”. Acesta ar putea acționa ca un avertisment timpuriu pentru decidenții politici, ceea ce le-ar permite să adopte măsurile potrivite pentru a contracara fenomenul.

Combinarea variabilelor anterioare cu date istorice (serii de cronologice) este similară cu viziunea utilizată de Eichengreen, Wyplosz și Rose(1995) în construirea unui index al presiunii pe piața valutară. Din punct de vedere, puține variabile macroeconomice pot fi

considerate semnificative din punct de vedere statistic ca și variabile de control în aplicațiile existente. În analiza istorică a lui Eichengreen, Rose și Wyplosz(1995) sau alte cercetări similare, aceasta nu a fost considerat o problemă majoră. Poate, mai îngrijorător, este faptul că indicatorii care se bazează pe variabile macroeconomice câteodată pot avea un rezultat slab în ceea ce privește previzionarea crizelor. Acest lucru este reflectat în eterogenitatea cauzelor și caracteristicilor ce au condus la desfășurarea crizelor valutare ca și în imprevizibilitatea inversă a fluxurilor de capital pe termen scurt, denumite de Calvo ca „opriri bruște”. Puterea de predicție slabă sugerează că neliniaritatea și pauzele în procesele de generare a datelor de pe piața financiară sunt omniprezente, așa cum s-a discutat mai devreme. Susceptibilitatea la efectul de contagiune este deosebit de non-linear, și datele istorice - cu toate că pot fi robuste - nu sunt utile în estimarea viitoarelor crize financiare. Mai general, modelele contagiunii financiare pot fi clasificate drept fundamentale (bazate pe indicatori macroeconomici) sau comportamentale. În prima categorie, analiza este declanșată de eveniment, situație în care evenimentul în cauză este, de obicei, o criză financiară. Exemplele includ modele precum cele ale lui Glick și Rose(1999) și Van Rijikghem și Weder(2001), ce au la bază ocuri economice provenite din țări considerate ca fiind „ara zero”. Pe de altă parte, modelele comportamentale consideră schimbările de atitudine și „efectul de turmă” (herding), stau la baza transmisiei șocurilor între țări. Un bun exemplu este situația prezentată de Miller, Thampanishvong și Zhang(2003) la investigarea turbulențelor de pe piețele financiare din Brazilia din 2001. Deși criza în Brazilia este similitivă prezentei pe piețele financiare din Brazilia, colapsul cauzat de datoria publică nu a mai apărut. În consecință, nu s-a putut contura o criză majoră, ci mai degrabă o instabilitate economică cauzată de frica față de o prăbușire a întregului sistem.

2.3. EFECTUL DE „TURMĂ”, CONTAGIUNEA ȘI MODELELE CU PUNCTE MULTIPLE DE ECHILIBRU

Literatura de specialitate ce studiază efectul de contagiune se bazează în mod frecvent pe analiza seriilor de timp. Totuși, această abordare poate fi inoportună uneori. De exemplu, Masson, Chakravarty și Gulden(1999) sugerează că efectul de „turmă” al investitorilor și contagiunea pot fi distinse deoarece ele apar în dimensiunii „cross-section” în cazul primului, iar celălalt se analizează pe baza seriilor de timp. Totuși, chiar dacă „adevărata” contagiune – transmiterea neanticipată a ocurilor economice – este asociat de multe ori cu efectul de „turmă”, acesta din urmă nu reprezintă o condiție necesară pentru desfășurarea primului fenomen. Pesaran și Pick(2003) sugerează că cele două fenomene pot fi identificate separat, dar modelate statistic împreună.

În modelele teoretice, contagiunea este de multe ori identificată ca un fenomen de echilibru. Pe de o parte, dacă contagiunea ar fi cauzată de comportamentul de „turmă”, acest lucru poate fi văzut ca un răspuns rațional al investitorilor atunci când există costuri fixe în colectare și procesarea informațiilor specifice țărilor în cauză. Pe de altă parte, modelele macroeconomice care operează cu expectații raționale dezvoltă în general soluții multiple. Se întrevăde faptul că ipotezele informaționale diferite ale cercetătorilor pot să genereze implicații diferite în funcție de numărul punctelor de echilibru. Dacă un anumit set de variabile macroeconomice poate genera un număr multiplu al punctelor de echilibru, atunci atacurile speculative pot avea un rezultat așteptat, iar contagiunea poate fi considerată „irațională”. Într-o analiză „cross-section”, comportamentul investitorilor poate fi privit ca salturi între diferite puncte de echilibru.

Problema rezultatelor financiare așteptate este critică pentru construcția unor modele de analiză a contagiunii – de exemplu, analiza lui Shiller(2000) asupra bulei speculative de pe piața financiară de la sfârșitul anilor 90. Puterea pe care o exercită expectativele financiare certe asupra mecanismului de contagiune poate reprezenta o explicație pertinentă pentru evenimentele din

Miercurea Neagr , când ERM (European Exchange Rate Mechanism) s-a pr bu it.

Problema generat de existen a unuia sau mai multor puncte de echilibru se poate compara cu dezbater ea dintre modelele care au analizat crizele valutare bazate pe indicii variabilelor macroeconomice (prima genera ie) i cele bazate pe expectative (a doua genera ie). Primele au pornit odat cu munca lui Krugman (1979), iar cele dou categorii pot fi asociate cu cercetarea lui Flood i Garber(1984) i Obstfeld (1994, 1996). La modelele ce se bazeaz pe indiciile variabilelor macroeconomice, criza apare îndat ce rezervele valutare s-au epuizat, dar nu genereaz contagiune. Modelele bazate pe expectative financiare admit existen a echilibrelor multiple i a „petelor de soare” (sunspots) ce determin rezultate financiare certe i atacuri speculative. În contextul crizei valutare, dac juc torii pie ei anticipeaz c un atac de succes asupra unei rate de schimb fixe va afecta politica valutar , este de a teptat ca valorile viitoare ale variabilelor macroeconomice s fie într-o not discorcondant cu rata de schimb fix în momentul atacului. În domeniul seriilor de timp, contagiunea economic a unei ri este în eleas ca fiind salturi între puncte diferite de echilibru declan ate de evenimente din alte zone. Totu i, se pare c în momentul de fa s-a ajuns la un consens în privin a faptului c un singur punct de echilibru poate fi de fapt un artefact nerealist al expectativelor financiare.

O surs a multiplicit ii este generat de expectativele financiare care se formeaz mai curând în timpul crizelor financiare decât înainte. Multiplicitatea este de asemenea sensibil la politicile macroeconomice, fiind un motiv de expansiune economic pe termen scurt. Pentru rile în curs de dezvoltare, acest efect poate fi perceput ca o preferin a deciden ilor economici spre *seigniorajul fiscal*, îns , sub nicio form , nu poate fi general valabil. Având la dispozi ie informa ii complete i simetrice pot exista a tept ri financiare certe care stau la baza apari iei crizelor financiare. Mergând pe aceast linie, Jeanne i Masson(2000) i Masson(1999) au generat puncte de echilibru multiple în crizele valutare. În mod contrar Allen and Gale(2000) i-au concentrat aten ia asupra contagiunii reale, în detrimentul celei financiare. Aceasta ac ioneaz prin intermediul pie elor interregionale incomplete i are ca motor,

recuperarea lichidit ilor prin crean e, fenomen asem n tor cu asigurarea depozitelor transfrontaliere. Abordarea lor este caracterizat prin accesul la informa ii complete i este limitat la analiza crizelor de lichidit i care nu au în componen valute. În acest cadru, discordan a dintre activele pe termen lung i obliga iile pe termen scurt genereaz în mod ra ional, dac nu este anticipat , contagiune în orice punct de echilibru al modelului. Faptul c debutul contagiunii poate fi anticipat în mod ra ional genereaz un rol pentru banca central în calitate de creditor de ultim instan a, a carei misiune este de a completa pia a (complete market). Din acest punct de vedere, viziunea consensual este aceea c beneficiile integr rii pe pia a interna ională de capital sunt mai mari decât costurile.

Cercetarea recent a pus sub semnul întreb rii aceast afirma ie, eviden iind efectele secundare adverse ale interconect rii. Kodres i Pritsker(2002) au ar tat c efectul de contagiune poate ap rea în contextul unui echilibru ra ional dac , din cauza unui factor de risc macroeconomic comun, investitorii se angajeaz într-o acoperire împotriva riscurilor pe mai multe pie e. Astfel, severitatea cu care se manifest contagiunea depinde de sensibilitatea diferitelor pie e la riscurile macroeconomice comune, dar i de nivelul r spândirii informa iilor asimetrice.

Deoarece hedging-ul transfrontalier necesit un nivel moderat spre ridicat de intercorelare a pie elor financiare na ionale, rezultatul este o comasare a veniturilor activelor finaciare, ceea ce face ca apari ia contagiunii economice s fie mai probabil .

Pentru în elegerea apari iei crizei financiare i a contagiunii, structura informa ională care stă la baza formării a tept rilor financiare este un important factor în sine, independent fa de problemele de sincronizare discutate anterior. O lucrare important pentru aceast abordare este cea a lui Morris i Shin(2002) ; ace ti autori eviden iaz faptul c prezum ia cunoa terii implicite a variabilelor macroeconomice este crucial în formarea echilibrelor multiple într-un model empiric al crizelor valutare. Dac actorii pie ei nu au informa ii concrete i transparente despre viziunea celorlali participan i ai pie ei – de exemplu pot ti c variabilele macroeconomice sunt pozitive, dar ceilali s nu cunoasc acest lucru – atunci

punctul de echilibru unic se obține ca o funcție a indicatorilor macroeconomici cu variabile financiare guvernamentale. Pentru a preveni crizele, această constatare sugerează nevoia de politici guvernamentale transparente și diseminarea informațiilor economice. În genere vorbind, Allen, Morris și Shin(2003) au arătat că preurile formate în piață sunt direct influențate de informațiile publice. Aadar, acest set este de fapt intersectarea tuturor informațiilor private de înute de actorii pieei, de aici și importanța decidenților politici de a crea un mediu informațional cât mai transparent și de a aduce preurile pieei mai aproape de o valoare determinat de starea reală a economiei.

2.4. ACTORII PIEEI VS. DECIDENȚII POLITICI : PERSPECTIVE DIFERITE?

Procesul endogen de formare a preurilor pe piață creează o problemă importantă în identificarea efectului de turmă în datele statistice. În timp real, acest proces de formare a preurilor creează un impact în transmiterea ocurenților economice. Pe această linie, folosirea unor date cu frecvență înaltă „de pe parcursul zilei” ar însemna o abordare promițătoare. De multe ori, rolul problemelor create de microstructura pieei sunt omise în modelele cu frecvență redusă. Din acest punct de vedere, modelul VAR cu date de la Trezoreria SUA propus de Cohen și Shin(2003), constată că tranzacțiile comerciale (comerțul) și variațiile preurilor pot arăta semne pozitive în momentele de stres ale pieei. Acest lucru demonstrează că efectele de contagiune și „spillover” pot apărea la nivelul microstructurii pieei în momentele de instabilitate sau turbulențe. Pe deasupra, o astfel de contagiune este strâns legată de comportamentul rațional al „comercianților sofisticăți” în luarea deciziilor privind pozițiile lor comerciale.

Astfel, la un anumit punct în timp, funcțiile privind pierderile actorilor de piață cu cele ale decidenților politici pot să difere, fiind când imposibilă o evaluare corectă și uniformă a efectului de contagiune. Din perspectiva individuală a participanților pieei, orice tranzacționare zilnică poate fi „o criză” dacă au adoptat o strategie comercială incorectă. În acest sens, funcțiile individuale privind pierderile pot fi considerate simetrice.

La polul opus, în cazul decidenților politici, aceeași funcție poate fi considerată asimetrică.

Observațiile de mai sus sugerează faptul că, deși decidenții politici doresc să readuc probabilitatea unor mișcări extreme pe piață, ei sunt mai curând interesați într-un mod asimetric de evitarea rezultatelor negative extreme. Un exemplu al politicilor publice care au fost adoptate cu scopul de a preveni și reduce riscul prbușirilor sistemice sunt programele informatice folosite în tranzacțiile pe piața de capitaluri. Un alt exemplu vine din partea deciziei instituției Rezervelor Federale de a deveni coordonator al Fondului de Investiții și Management al Capitalurilor pe Termen Lung (Long Term Capital Management investment fund (LTCM)) în septembrie 1998, salvând astfel un sector ce aparține zonei private. Probabilitatea apariției unei crize poate ridica rata reală a dobânzii la activele financiare înainte ca acest eveniment să aibă loc, crescând totodată și costurile economice reale.

Primele cercetări în zona contagiunii economice și-au concentrat atenția asupra impactului acestui fenomen în rile care suferă de pe urma sa, țări cu statutul de vinovați frivoli. Această logică a fost aplicată de Sachs, Tornell și Velasco(1996), în momentul în care au studiat criza valutară și datorii din Mexic și recesiunea severă înregistrată în Indonezia ca urmare a crizei asiatice. De asemenea, acest fenomen a fost extrem de vizibil în timpul crizei din 1998 din Rusia: obligațiunile guvernamentale rusești au acționat precum o „bombă nucleară” pe piața capitalurilor, fapt ce a condus la o revizuire majoră a riscurilor de pieele financiare internaționale.

Un altă implicație a crizelor la nivel internațional este contagiunea economică pe diferite clase de active naționale. Aceste efecte pot fi importante - așa se vedeă Dungey și Martin (2001) și Bekaert, Harvey și Ng (2003). La nivel teoretic, fenomene ca „dolarizarea” extinsă pot afecta balanța plății, creând „crize gemene” răspândite în sectorul bancar, corporatist sau pe piața valutară.

Contagiunea altor procese economice, precum cea din sfera reformelor structurale, poate avea efecte pozitive în economie. În schimb, amenințarea produsă de contagiune poate destabiliza o economie fragilă, situație întâlnită în cazul reformelor economice din

Brazilia după criza ce a urmat alegerile prezidențiale din 2001.

Eficiența politicilor guvernamentale este greu de evaluat. De exemplu, criza din Brazilia a împins candidații alegerilor prezidențiale să semneze un acord cu FMI cu privire la reforma datoriilor guvernamentale. Criza se putea depăși fără ajutorul FMI-ului, cu toate că în această situație nu era vorba de o criză în adevăratul sens al cuvântului, ci una care probabil că nici nu ar fi existat. Într-un alt exemplu, intervenția instituțiilor internaționale în criza Indoneziei, Coreei și Thailandei din 1997-1998 nu a produs un impact vizibil.

Eterogenitatea crizelor actuale poate face ca reformele guvernamentale să aibă efecte negative dacă nu sunt armonizate cu alte intervenții de acest gen, caz concret fiind implicarea FMI în Indonezia. Aceste observații sugerează că decidenții politici trebuie să mențină o abordare flexibilă și evoluționistă când vine vorba de asistența lor oferită în astfel de situații.

CONCLUZII

Deși istoria din ultimii ani a fost martor la nenumărate încercări de restabilire a unui ritm de creștere, recesiunea a cuprins multe state, în unele dintre acestea perspectivele fiind sumbre. Declanșat mai întâi în SUA, undă de oc s-a propagat rapid în întreaga lume. După cum aminteam la un moment dat, aceasta furtună mondială este o demonstrație clară a interconexiunilor dintre economiilor diferitelor state. Ceea ce diferă, totuși, este impactul crizei asupra economiei fiecărei țări în parte, în funcție de particularitățile acesteia.

Închei reiterând câteva dintre informațiile importante expuse în această lucrare. În primul rând, experiența istorică sugerează că băncile centrale joacă un rol important în crearea stabilității financiare, inclusiv în reducerea riscului de contagiune economică. Ele realizează acest lucru prin crearea stabilității preurilor sau furnizând lichidități cât mai repede și pe o arie cât mai răspândită în situații de criză economică. În al doilea rând, în contextul în care Banca Centrală Europeană supraveghează fenomenul riscului sistemic, se utilizează resurse importante, nu numai pentru identificarea timpurie a dezechilibrelor și variațiilor negative ale indicatorilor macroeconomici, dar

și pentru identificarea și evaluarea riscului de contagiune.

Indiferent cât de dificil este colectarea informațiilor relevante și modelarea instrumentelor financiare potrivite, cele mai multe indicii sugerează prezența unui risc major al contagiunii financiare și suverane în zona euro de-a lungul actualei crize. În al treilea rând, în alegerea fenomenului de contagiune este de o importanță majoră în depășirea actualei crize a datoriilor suverane din Europa. S-ar înregistra efecte devastatoare din punct de vedere social și economic, dacă BCE și alte autorități competente nu ar interveni imediat și într-un mod decisiv. În al patrulea rând, chiar dacă acțiunile întreprinse de BCE au fost decisive și eficiente, acest lucru nu e de ajuns. Toate partidele politice trebuie să-și asume responsabilitatea. De asemenea, este o condiție primordială cooperarea dintre efii de stat sau guvernele din zona euro și instituțiile Uniunii Europene. Mai mult decât atât, toate țările trebuie să își îndeplinească obiectivele fiscale și să introducă reforme structurale care restabilească competitivitatea și potențialul de creștere, pierdute în ultimul deceniu.

Răspândirea contagiunii financiare este o problemă politică atât la nivel național, cât și la nivel internațional. Până în momentul de față, nu există un consens profesional al definițiilor corespunzătoare a ceea ce constituie o criză financiară sau o contagiune, în ciuda progreselor substanțiale de cercetare în realizarea acestor obiective. Este cunoscut faptul că crizele financiare și contagiunea sunt intrinsec legate, și că efectele contagioase apar atunci când crizele sunt propagate în diferite țări sau piețe, așa cum se poate observa din analiza variabilelor macroeconomice și a interdependențelor. De asemenea, se poate observa că aceste ocuri economice se pot răspândi prin mecanisme cum ar fi acoperirea între piețe (cross-market hedging).

Cu toate acestea, se poate ajunge la un acord general luând în considerare următoarele puncte:

(i) Crizele sunt într-un fel asociate cu o creștere a volatilității piețelor financiare.

(ii) După analiza temeinică asupra principalelor variabile macroeconomice, corelația între veniturile financiare în exces dintr-o țară sau piață cu veniturile în exces din alta țară pot fi asociate cu efectul de contagiune.

Fără îndoială, odată cu apariția unor noi crize, va fi necesară elaborarea unor noi modele empirice. Cu toate acestea, este foarte probabil ca unele dintre aspectele importante subliniate în această lucrare să se repete. Acestea includ: interdependența variabilelor macroeconomice, mecanismele de răspândire a șocului economic între țări și clase de active financiare, proprietățile statistice ale datelor, identificarea simultană a contagiunii, interdependenței și efectului de turmă, precum și identificarea endogenă a perioadelor de criză și de non-criză pe baza unui set de date.

Fiecare dintre aceste aspecte este extrem de important pentru a stabili răspunsul politic corespunzător cu scopul de a preveni crizele și de a le gestiona în mod adecvat pe cele care totuși apar.

În cazul în care toate partidele își onorează angajamentele, atunci o combinație între o guvernare preventivă și mecanismele de sprijin postcriză va restrânge fenomenul contagiunii economice, iar Europa va rezista cu succes acestor vremuri dificile.

Bibliografie

- [1] Allen, F. și Gale, D. 2000. "Financial Contagion", *Journal of Political Economy* 108, 1-33.
- [2] Allen, F., Morris, S. și Shin, H.S. 2003. "Beauty Contests, Bubbles and Iterated Expectations in Asset Markets"
- [3] Bae, K.H., Karolyi, G.A. și Stulz, R.M. 2003. "A New Approach to Measuring Financial Contagion", *Review of Financial Studies*
- [4] Baur, D. și Schulze, D. 2002. "Coexceedances in Financial Markets – A Quantile Regression Analysis of Contagion", University of Tuebingen
- [5] Bekaert (G.), Harvey (C.) și Ng (A.) (2005) "Market integration and contagion", *Journal of Business*, 78, pp.39-70
- [6] Cohen, B. și Shin, H.S. 2003. "Positive Feedback Trading Under Stress: Evidence from the US Treasury Securities Market", LSE working paper, June
- [7] Corsetti, G., Pericoli, M. și Sbraccia, M. 2002. "Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Testing for Contagion". University of Rome III working paper.
- [8] Eichengreen, B. și Mody, A. 2001. "Bail-Ins, Bail-Outs and Borrowing Costs", *IMF Staff Papers* 47, 155-187.
- [9] Eichengreen, B., Rose, A.K. și Wyplosz, C. 1995. "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy* 21, 249-312.
- [10] Eichengreen, B., Rose, A.K. și Wyplosz, C. 1996. "Contagious Currency Crises", *NBER Working Paper* 5681.
- [11] Dungey, M., Fry, R.A., Gonzalez-Hermisillo, B. și Martin, V.L. 2003. "Empirical Modelling of Contagion: A Review of Methodologies", mimeo, ANU and CERF.
- [12] Dornbusch, R., Park, Y.C. și Claessens, S. 2000. "Contagion: Understanding How it Spreads", *The World Bank Research Observer* 15, 177-197
- [13] Favero, C.A. și Giavazzi, F. 2002. "Is the International Propagation of Financial Shocks Non-Linear? Evidence from the ERM", *Journal of International Economics* 51, 231-246
- [14] Glick, R. și Rose, A.K. 1999. "Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?", *Journal of International Money and Finance* 18, 603-617
- [15] Forbes, K. și Rigobon, R. 2002. "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements", *Journal of Finance* 57, 2223-2261
- [16] Kaminsky, G.L. și Reinhart, C.M. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review* 89, 473-500.
- [17] Kodres, L.E. și Pritsker, M. 2002. "A Rational Expectations Model of Financial Contagion", *Journal of Finance* 57, 768-799.
- [18] Miller, M., Thampanishvong, K. și Zhang, L. 2003 "Learning to Forget? Contagion and Political Risk in Brazil", CERF Contagion Conference paper, Cambridge, UK.
- [19] Morris, S. și Shin, H.S. 2002. "The Social Value of Public Information", *American Economic Review* 92, 1521-1534
- [20] Pesaran, M.H. și Pick, A. 2003. "Econometric Issues in the Analysis of Contagion", unpublished manuscript, University of Cambridge.
- [21] Quintos, C., Fan, Z. și Phillips, P.C.B. 2001. "Structural Change Tests in Tail Behaviour and the Asian Crisis", *Review of Economic Studies* 68, 633-663
- [22] Shiller, R. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- [23] Sachs, J., Tornell, A. și Velasco, A. 1996. "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 146-215.
- [24] Van Rijikghem, C.V. și Weder, B. 2001. "Sources of Contagion: Is it Finance or Trade?", *Journal of International Economics* 54, 293-300