

Liliana DONATH
Veronica MIHUȚESCU CERNA
Ionela Maria OPREA

Facultatea de Economie și de Administrare a Afacerilor, Universitatea de Vest Timișoara

FINANCIAL CYCLES – THE SYNCHRONIZATION WITH FINANCIAL CRISES

Theoretical
article

Keywords

Financial cycles
Business cycles
Recession
Sustainable growth

JEL Classification

E32, E44

Abstract

Fluctuations in financial markets have greatly influenced real economy around the world over the past two decades. The 2008–09 global crisis is the latest in a long list of economic events shaped by cycles in financial markets. Its severity has instantly made the study of financial cycles a central topic of research confirming that peaks in the financial cycle are closely associated with systemic banking crises.

The paper discusses the causes of economic cycles and their impact on economy, but also the distinct characteristics of financial cycles by considering the close connection between the financial cycle and financial crises.

Given the multidimensional interactions between financial and economic cycles, a close monitoring of cycles in financial markets should be an integral part of macroeconomic surveillance and policy design.

1. ASPECTE PRIVIND CICLURILE DE AFACERI I CELE FINANCIARE

Știind că evoluția economică și financiară are o anumită ciclicitate și că fazele de avânt alternează cu cele de criză și de depresiune, economiștii nu au fost surprinși de apariția ultimelor crize, ci mai mult de agresivitatea și de durata acestora.

Cu un secol și jumătate în urmă, Juglar (1862), căruia i-au urmat și alți economiști de seamă, a observat că economia, ilustrată prin serii cronologice lungi de indicatori economici și financiari, nu evoluează lin, ci ondulatoriu, cu fluctuații sau evoluții ce alternează cu o regularitate aproximativă între perioadele de expansiune, urmate de perioadele de depresiune și apoi de revenire la cele de expansiune. Potrivit formulării date de Burns și Mitchell, *"Ciclurile economice sunt un tip de fluctuații observate în activitatea economică agregată a națiunilor care organizează activitatea lor îndeosebi în întreprinderi de afaceri. Un ciclu constă în expansiuni ce se desfășoară aproximativ în același timp de multe activități economice, urmate, în genere în mod similar, de recesiuni, contracții și regenerări care se unesc într-o fază de expansiune ale ciclului următor."*(Burns & Wesley, 1946)

Ciclul de afaceri reprezintă, totodată, mișcările oscilatorii periodice, dar neregulate în activitatea economică, măsurată de fluctuațiile PIB real și a altor variabile macroeconomice.

Cu toate acestea, evoluția ciclică este o caracteristică inerentă economiei de piață.

Aprofundarea studiului acestui fenomen în deceniile care au urmat a confirmat faptul că ciclurile reprezintă mișcări fluctuante ale economiilor și ale unor segmente/componente ale acestora sub impulsul unor factori endogeni și exogeni, mișcări manifestate sub forma unor unde de diferite lungimi și intensități induse în sistem de acceleratori și de multiplicatori. În funcție de lungimea și de intensitatea cu care acționează undele și de domeniul de aplicații, ciclurile sunt de mărimi și durate diferite, măsurate prin distanța, în timp, între două vârfuri ale unor indicatori economici și financiari esențiali – producție, șomaj, prețul activelor, deficitul de cont curent etc.

Indiferent de tipul ciclurilor la care se fac referiri acestea se manifestă într-un mod mai mult sau mai puțin asemănător în ce privește sincronizarea oscilațiilor producției, ocupării forței de muncă, piețelor de capital, prețurilor activelor financiare, piețelor creditelor. Ciclurile se deosebesc însă prin amplitudine, frecvență, factori determinanți (investiții, credite, schimbări instituționale, șocuri monetare și fiscale), spații geografice (locale, regionale, globale), domenii de manifestare (tehnologic, financiar, afaceri)(Iancu, 2014).

Un ciclu de afaceri este identificat ca o succesiune de patru faze:

Creșterea economică (expansiune) - atunci când producția înregistrează creșteri reale.

Boom-ul economic (punct de maxim) - creștere economică rapidă, care tinde să fie inflaționistă și nesustenabilă; economia este într-o stare de "exuberanță irațională".

Încetinirea creșterii economice (contractie) - rata de creștere scade și economiștii îndreaptă spre recesiune.

Recesiunea (punct de minim) - atunci când există o perioadă de creștere economică negativă.

Ciclul de afaceri descrie fazele de creștere și declin într-o economie. Scopul politicii economice este de a menține o rată sustenabilă a creșterii economice - suficient de rapid pentru asigurarea ocupării totale a forței de muncă, dar suficient de lent pentru a evita inflația.

În ceea ce privește factorii care pot conduce la scăderea de sub control a economiei sau stabilirea unei depresiunii, aceștia sunt numeroși, însă cel mai important este considerat a fi încrederea investitorilor, consumatorilor, întreprinderilor și a politicianilor.

Economia crește atunci când există încredere în viitor și în factorii de decizie politică, și nu în cazul opus.

Printre **principalele cauze ale ciclului de afaceri** se identifică:

a. Rata dobânzii. Modificările ratei dobânzii afectează cheltuielile de consum și creșterea economică. De exemplu, în cazul în care are loc o scăderea a ratei dobânzii, aceasta reduce costurile de creditare și, prin urmare, crește venitul disponibil pentru consumatori. Acest lucru conduce la cheltuieli mai mari și creștere economică. Cu toate acestea, în cazul în care banca centrală crește ratele dobânzilor pentru a reduce inflația, aceasta va avea tendința de a reduce cheltuielile de consum și de investiții, urmând să conducă la criză economică și recesiune.

b. Modificări ale prețurilor locuințelor. O creștere a prețurilor locuințelor creează un efect de bogăție și conduce la cheltuieli mai mari de consum în timp ce o scădere a acestora generează efecte opuse.

c. Încrederea consumatorilor și investitorilor. Creșterea economică încurajează consumatorii să împrumute mai mult și băncile să acorde împrumuturi în condiții mult mai facile. Acest lucru duce inițial la o stimulare a creșterii economice evidențiind rolul important al încrederii în producerea ciclului de afaceri.

d. Efectul multiplicator. Efectul multiplicator afirmă că o scădere a injecțiilor de capital poate determina în final o scădere mai mare a PIB-ului real. De exemplu, în cazul în care guvernul reduce nivelul investițiilor publice, aceasta ar determina scăderea cererii agregate și o creștere a șomajului. Alternativ, injecțiile de capital ar putea avea un efect multiplicator pozitiv.

e. Efectul accelerator Această teorie sugerează în esență faptul că investițiile sunt destul de volatile și mici modificări ale ratei creșterii economice au un efect semnificativ asupra nivelului acestora.

Impactul ciclului de afaceri asupra economiei

Un ciclu de afaceri volatil este considerat dăunător pentru economie. O perioadă de boom economic duce inevitabil la o inflație cu diferite costuri economice. Această creștere inflaționistă tinde să fie nesustenabilă și conduce la recesiune.

Unii economiști susțin că ciclul de afaceri este o parte esențială a unei economii. Chiar recesiunile au rolul lor, deoarece tind să "curețe" economia de firmele ineficiente și să creeze stimulente pentru a reduce costurile și pentru a spori eficiența.

După cum Schumpeter (1942) a argumentat în lucrarea sa "*Capitalism, socialism și democrație*", recesiunile sunt un rău necesar în societățile capitaliste (Figura 1). Există câteva argumente, care susțin această teorie.

Astfel, recesiunile corectează dezechilibrele economice și ajută economia să se întoarcă la o rată de creștere economică realistă și sustenabilă. În acest context, companiile care nu sunt solide vor da faliment, iar cele puternice vor fi nevoite să își optimizeze modelul de afaceri și să se orienteze spre produse de o calitate superioară.

Cu toate acestea, abordarea este una controversată întrucât există și economiști care susțin că într-o recesiune, chiar și firmele eficiente pot ieși din afacere fapt ce conduce la o pierdere permanentă a capacității de producție.

În timpul "marii moderații", unii economiști au sperat că s-a ajuns la sfârșitul ciclului de afaceri, deoarece s-a experimentat o lungă perioadă de expansiune economică fără inflație. Cu toate acestea, în 2008, criza globală a creditelor a împins economia mondială în recesiune, fapt ce a demonstrat că ciclul de afaceri nu se terminase.

2. EVOLU IA TEORIILOR CICLURILOR ECONOMIC

Studiul sistematic al ciclicității crizelor a început propriu-zis din primele decenii ale secolului 20, în literatura de specialitate întâlnim diverse abordări ale ciclurilor economice, acestea fiind redate succint în cele ce urmează.

Perspectiva keynesist

În urma Marii Depresiuni din 1929-33, doctrina neoliberală în scurt timp a fost înlocuită de cea keynesistă. Keynes critică una dintre legile fundamentale ale teoriei clasice conform căreia "oferta își determină propria cerere" deoarece ea constituie principalul argument în sprijinirea ipotezei ocupării depline a forței de muncă prin mecanismele automate proprii capitalismului. În analiza sa, nivelul investițiilor constituie un factor esențial în determinarea nivelului producției și al utilizării forței de muncă, bazându-se în mare măsură pe anticipările cu privire la rata profitului,

așadar al expectativelor și "spiritului animal" (dinamismului natural) al indivizilor, așa cum îl numește Keynes.

Potrivit economiei keynesiste, fluctuațiile cererii agregate determină economia să ajungă la un echilibru pe termen scurt la niveluri care sunt diferite de rata de ocupare deplină a forței de muncă aferentă producției. Aceste fluctuații se constituie în cicluri economice. Modelul ciclului economic keynesist nu implică în mod necesar cicluri periodice de afaceri, ci interacțiunea multiplicatorului și acceleratorului keynesian generează reacții ciclice la anumite șocuri inițiale.

Keynes consideră că eficiența marginală a capitalului constituie principalul factor determinant al ciclului economic, însă importante sunt și fluctuațiile înclinației spre consum și preferința pentru lichiditate.

În general, în explicarea unei crize economice se pune accent pe tendința de creștere a ratei dobânzii sub influența cererii sporite de bani, atât pentru nevoile comerțului, cât și pentru scopurile speculației. Însă Keynes explică fenomenul de criză nu atât ca fiind generat de o creștere a ratei dobânzii, ci o prăbușire subită a eficienței marginale a capitalului.

Așadar, în viziune keynesistă, preferința pentru lichiditate, și implicit creșterea ratei marginale, nu se manifestă decât după scăderea eficienței marginale a capitalului care depinde nu numai de abundența sau raritatea bunurilor de investiții din momentul respectiv și de costul din acel moment al producerii bunurilor de investiții, ci și de așteptările actuale cu privire la veniturile viitoare de pe urma bunurilor de investiții.

Conform lui Keynes și Maynard, (1970), soluția se constituie din diferite măsuri pentru încurajarea creșterii înclinației spre consum prin redistribuirea veniturilor sau prin alte mijloace, astfel încât un anumit nivel dat al ocupării forței de muncă să poată fi menținut cu ajutorul unui volum mai mic de investiții curente.

Ciclul economic din perspectiva lui Schumpeter

Schumpeter elaborează, în 1939, o abordare diferită, dar complementară celei keynesiste, cu privire la evoluția ciclurilor economice. Analiza lui Schumpeter se concentrează, la fel ca și cea a lui Keynes, mai degrabă asupra investițiilor decât a economiilor, și pe procesul de inovare, în special pe cel de natură tehnică, care se deosebește de descoperire/invenție.

Inovarea este procesul care pune în aplicare efectiv, operațional, o invenție, și astfel, inovația se caracterizează prin abilitatea de a captura valoarea economică din invenție. Pentru Schumpeter, exact această inovație este cea care, prin intervenția antreprenorului și a investițiilor, conduce economia la un circuit care se manifestă ca o repetiție, și totodată la o "evoluție economică".

Într-o manieră proprie, Schumpeter începe în lucrarea *The Theory of Economic Development* cu un tratat privitor la fluxul circular care, excluzând orice activitate inovativă, conduce la o situație economică staționară descrisă prin echilibrul Walrasian. Antreprenorul este cel care disturbă acest echilibru și generează prima cauză a dezvoltării economice, ce mai departe va urma un model ciclic pe mai multe scale temporale.

Schumpeter (1939) a dezvoltat teoria ciclurilor lungi, punând la baza explicării acestora ciclurile de viață ale inovațiilor majore, cu luarea în considerare a inovațiilor derivate și a activităților generate de inovații. Totodată, Schumpeter a elaborat o sinteză a fluctuațiilor în termenii așa-numitelor cicluri integrate, cu următoarea evidențiere: un ciclu lung de tip Kondratiev acoperăse cicluri majore de tip Juglar, iar fiecare dintre aceste cicluri din urmă conține (acoperă) trei cicluri minore de tip Kitchen. În practică, tipurile de cicluri menționate, strâns legate între ele, se pot suprapune unele cu altele, ceea ce face ca fazele de criză și de recesiune să se prelungească și să se adâncească, să devină mai distructive. (Schumpeter, 1942)

Alte perspective asupra ciclicității economice

Studiul fenomenului ciclicității și dezechilibrelor a continuat de către mulți alți economiști de seamă: Fisher, Hicks, Hansen, Samuelson, Kuznetz, Kalecky, Lucas, Madison, Krugman, Aglietta, Boyer etc. Aceștia au pus în lumină diferite abordări, printre care se remarcă:

- cele centrate pe *dinamica dezechilibrelor produse de acumularea de capital* prin mecanismul multiplicatorilor și acceleratorilor investiționali și pe *dinamica prețurilor, salariilor și dobânzii* ca răspuns la dezechilibrele piețelor de bunuri, ale pieței muncii și ale piețelor financiare;

- cele centrate pe *evidențierea ciclului real*, în cadrul *teoriei noii economii clasice* (NEC), menit să reinterpreteze așa-numitul ciclu conjunctural (Iancu, 2014), la originea căruia stă contribuția șocurilor financiare, tehnologice și a productivității. Este, de fapt, o revenire la teoriile pre-keynesiste;

- cele bazate pe *noul keynesism*, cu fluctuații întemeiate pe viziunea macroeconomică și cu acceptarea existenței unor neajunsuri majore în ce privește coordonarea economiei capitaliste, imperfecțiunea concurenței, asimetria informațională, rigiditatea pieței muncii.

- școala austriacă, reprezentată de Mises (1912-1953; 1936) și Hayek (1933-1975; 1970), face un pas important pe linia explicării *interacțiunii economiei reale cu sistemul de credit în cadrul ciclului*. Acești autori văd ciclul afacerilor ca un rezultat al creșterii vertiginoase a creditului, în condițiile unor rate ale dobânzilor excesiv de joase, care induc o supraexpansiune a cheltuielilor de

investiții la niveluri nesustenabile (Guttman, 2012).

- Minsky este economistul care deschide un nou curs asupra abordării, interpretării și înțelegerii *ciclicității crizelor*. În primul rând, el se înscrie printre cei care abordează ciclul financiar de sine stătător ca semn de recunoaștere a mutării centrului de greutate de la ciclul afacerilor la cel financiar. De altfel, Minsky reia și dezvoltă teoria economiștilor monetariști privind rolul factorului monetar-financiar în formarea și dinamica ciclurilor de afaceri. Spre deosebire de aceștia, el are în vedere rolul dominant pe care l-a dobândit sectorul financiar prin ridicarea gradului de financiarizare, de control și de comandă al economiilor în ultima jumătate de secol.

În al doilea rând, prin abordările sale și soluțiile date, deși sintetizează teoriile lui Marx, Schumpeter, Keynes, Samuelson, Hicks etc., totuși, în teoriile și în ipotezele sale privind instabilitatea sistemului, schimbările instituționale, panica și euforia sunt tratate ca generatori puternici care pun în mișcare și adâncesc fluctuațiile și ciclurile de afaceri și financiare.

3. CICLURILE FINANCIARE: STRUCTURA I PRINCIPALELE CARACTERISTICI

Pornind de la afirmația lui Borio (2012), conform căreia, „*Cunoașterea în economie nu este cumulativă. Nu tim neapărat mai multe azi decât tiam ieri, chiar dacă suntem tentați să credem altfel. A-șezele lecții sunt învățate, uitate, reînvytate și uitate din nou. Noțiunea de ciclu financiar și rolul acestuia în macroeconomie nu reprezintă o excepție*”, (Borio, 2012), reiese importanța ciclurilor financiare în înțelegerea ciclurilor economice.

Cu toate că factorii de ordin financiar erau considerați lipsiți de relevanță, un simplu „vâl” de care se poate face abstracție în eforturile de a înțelege ciclul de afaceri (Woodford, 2003) și în cel mai bun caz, includerea factorilor financiar în modelele macroeconomice avea drept rezultat o ușoară creștere a persistenței fluctuațiilor ciclice și întârzierea întoarcerii la starea naturală de echilibru (Bernanke et al., 1999), Borio arată în lucrarea sa influența esențială a ciclurilor financiare asupra ciclurilor economice.

Nu există un consens cu privire la definirea ciclului financiar. Termenul desemnează interacțiunile de auto-consolidare referitoare la percepțiile de valoare și de risc, atitudinea față de constrângerile de risc și de finanțare, care se traduc în perioade de boom urmate de recesiune. Aceste interacțiuni pot amplifica fluctuațiile economice și, eventual, duce la grave dificultăți financiare și dislocări economice. Această definiție este strâns legată de popularul concept de "caracter pro-ciclic" al sistemului financiar (Borio et al., 2001, Danielsson

et al., 2004, Kashyap și Stein, 2004, Adrian & Shin, 2010)).

Principala întrebare care se pune este cea referitoare la variația ciclurilor de afaceri în funcție de diferitele faze ale ciclurilor financiare, răspunsul la această întrebare presupune analiza comportamentului celor mai semnificative variabile macroeconomice și financiare asupra ciclurilor de afacerii și a celor financiare. Teoria economică sugerează că, într-o lume fără fricțiuni financiare, evoluțiile macroeconomice și condițiile financiare interacționează strâns prin efectele de avuție și de substituție

Când fricțiunile financiare sunt prezente, aceste legături pot fi amplificate prin diverse canale, inclusiv acceleratorul financiar și mecanismele conexe.

Prin urmare, în cadrul studiului realizat de Claessens, Kose și Terrones (2011), aceștia identifică un set bogat de rezultate care descriu interacțiunile dintre ciclurile de afaceri și cele financiare (Claessens et al, 2011):

Sincronizarea ciclurilor de afaceri și a celor financiare: cicluri de afaceri prezintă, de multe ori un grad de sincronizare mai accentuat cu ciclul creditului și cel al prețurilor locuințelor, decât o fac cu ciclul prețurilor acțiunilor.

Interacțiunile dintre ciclul de afaceri și cel financiar: Recesiunile însoțite de perturbări financiare tind să fie de o mai mare amplitudine și mai profunde decât alte recesiuni. În mod similar, recuperările asociate cu boom-uri al nivelului creditului sau a prețurilor locuințelor sunt asociate cu o creștere economică semnificativă.

Factorii determinanți ai duratei și amplitudinii ciclurilor de afaceri: Rezultatele indică faptul că durata și amplitudinea recesiunilor și a perioadelor de redresare tind să fie influențate de intensitatea ciclurilor financiare. În lumina interacțiunilor multidimensionale dintre ciclurile financiare și de afaceri, literatura de specialitate sugerează că o monitorizare atentă a ciclurilor de pe piețele financiare ar trebui să fie o parte integrantă a supravegherii macroeconomice și de elaborare a politicilor. (Claessens et al, 2009).

Sincronizarea recesiunilor curente este mai accentuată decât la începutul anilor '90. În contextul Uniunii economice și monetare în Europa, s-a discutat dacă barierele desființate ar stimula sincronizarea printr-o integrare mai accentuată a pieței sau ar reduce-o prin o mai mare specializare. Realitatea sugerează că efectul integrării este mai puternic. Regiunile cu structuri sectoriale similare se vor confrunta cu cicluri economice simetrice.

Deoarece, ciclurile de afaceri și cele financiare sunt de multe ori sincronizate pe plan internațional, este imperativ să se ia în considerare aspectele globale ale politicilor de reglementare și supraveghere financiară (Claessens et al, 2011).

În ceea ce privește trăsăturile ciclurilor financiare, acestea se manifestă mai profund și mai violent decât ciclurile de afaceri. Rezultatele cercetărilor, de asemenea, indică faptul că ciclurile de afaceri și cele financiare, au tendința de a fi mai pronunțate în piețele emergente decât în țările dezvoltate. (Claessens et al, 2011).

Ciclurile sunt mai puțin volatile și mult mai sincronizate cu ciclul mondial în țările dezvoltate comparativ cu cele emergente. Avantajele comparative determină economiile dezvoltate să se specializeze în industrii ce folosesc noi tehnologii cu muncitori specializați.

Pornind de la aceste aspecte, în cele ce urmează vom avea în vedere principalele trăsături distinctive ale ciclurilor financiare, identificate de către Borio în lucrarea sa "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?" (Borio, 2012):

1. *Ciclul financiar are o frecvență mult mai redusă (o durată mult mai lungă) decât a ciclului de afaceri tradițional* (Drehmann, 2012). Astfel, ciclurile financiare durează în medie 16 ani, în timp ce ciclurile de afaceri, între 1 și 8 ani. Implicația acestei caracteristici constă în faptul că faza de contracție a unui ciclu financiar durează câțiva ani, spre deosebire de recesiunile induse de ciclurile de afaceri, care rareori depășesc un an.

2. *Ciclurile financiare se caracterizează prin evoluția în tandem a creditului bancar și a prețurilor acțiunilor* (prețul acțiunilor nu evoluează corelat cu acestea). Combinația dintre evoluția creditului și evoluția prețurilor imobiliare surprinde cel mai bine legătura dintre ciclul financiar, ciclul de afaceri și crizele financiare. Aceste variabile au tendința de a varia destul de strâns între ele, în special la frecvențe scăzute, confirmând importanța creditului în finanțarea construcției proprietăților și achiziționarea acestora.

3. *Vârfurile ciclurilor financiare coincid, de regulă, cu momentul declanșării crizelor bancare sistemice.* În recesiunile cauzate de ciclurile financiare (care implică băncile), căderile de PIB sunt mult mai severe decât în recesiunile cauzate de ciclurile de afaceri.

4. *Monitorizarea evoluției creditului și a prețurilor activelor* permite gestionarea riscului de apariție a unor crize financiare și luarea de măsuri de atenuare a acestora.

Legătura strânsă dintre ciclul financiar și crizele financiare face posibilă estimarea în timp real și cu o precizie destul de bună a acumulării riscului unei posibile crize financiare. Mai exact, cei mai semnificativi indicatorii evidențierii crizelor financiare se bazează pe abateri simultane pozitive (gaps) ai raportului (sectorul privat) credite-PIB și prețurile activelor în special prețurile locuințelor (Borio & Drehmann, 2009, Alessi & Detken, 2009).

5. *Ciclul financiar nu este regulat și staionar, lungimea și amplitudinea acestuia depinzând*

câțiva factori importanți: caracteristicile sistemului financiar i ale politicii monetare, precum i de tendin ele economiei reale (Borio & Lowe, 2002).

a). Liberalizarea financiară diminuează constângerile privind finanțarea, sprijinind interacțiunea între percepțiile de valoare și de risc, atitudinea față de risc și condițiile de finanțare, aceasta fiind asociată cu creșterea amplitudinii ciclului financiar.

b). O politică monetară preocupată exclusiv de inflație nu va răspunde la boom-urile financiare dacă inflația este scăzută

c). Globalizarea este asimilabilă unui șoc favorabil de ofertă, care însă acționează în sensul amplificării ciclului financiar

Dovezile empirice sunt în concordanță cu această analiză. Durata și amplitudinea ciclului financiar au crescut semnificativ de la mijlocul anilor 1980, o bună aproximare pentru începerea fazei de liberalizare financiară în economiile mature (Borio & White, 2003).

4. INSTABILITATEA FINANCIAR – ABORDARE ÎN CONTEXTUL CICLURILOR FINANCIARE

Mișcările ciclice pe piețele financiare au influențat foarte mult activitatea reală în întreaga lume în ultimele două decenii. După cea mai mare ”bulă imobiliară” din istoria modernă, Japonia a cunoscut un impact masiv pe piața activelor la începutul anilor 1990, care a marcat începutul ”deceniului s u pierdut” (*Lost decade*). După boom-uriprelungite ale creditului, multe țări în curs de dezvoltare din Asia s-au confruntat cu crize financiare majore în a doua jumătate a anilor 1990. Boom-urile de pe piața de capital de la sfârșitul anilor 1990 din numeroase economii avansate au sfârșit cu declinuri sincronizate și recesiuni ciclice. Multe țări s-au bucurat de expansiunea creditelor pentru locuințe în 2003-2007, astfel că economia mondială a înregistrat cele mai bune performanțe din ultimele patru decenii. Chiar și așa, aceste episoade, de asemenea, s-au încheiat cu întreruperi financiare grave, sub forma crizei creditelor și scăderea prețurilor activelor și a dus la cea mai gravă criză financiară de la Marea Depresiune. În aceste condiții, este cât se poate de relevantă înțelegerea ciclurilor financiare ce au devenit un important subiect de cercetare.

Ignorarea factorilor financiari în analiza și înțelegerea ciclurilor economice a fost o eroare, însă recenta criză financiară, considerat cel mai important eveniment din economia mondială, a afectat substanțial țările prin schimbări structurale în problemele socio-economice și politice. Mișcările corelate ale ciclurilor economice internaționale s-au intensificat, în general, ca urmare a crizei financiare mondiale și ca o cauză a căderii simultane în activitatea economică în multe economii în timpul crizei financiare globale.

Dintre toate teoriile existente în prezent în circulație, teoria minskyana aciclorilor (privită prin prisma ipotezei instabilității sistemului, cu luarea în considerare a structurii instituționale și a inovării financiare) pare să fie singura care asigură atât coerența internă necesară, cât și consistența curealitatea. Ceea ce este specific, această teorie nu este încheată într-un sistem, ci distribuită sub formă de fragmente și idei în diferite articole publicate de-a lungul deceniilor. Încercări de constituire și de dezvoltare a teoriei minskyene pe diferite laturi ale instabilității, în special pe cele legate de criza financiară, a reprezentat obiectul de studiu a numeroși economiști.

Printre aceștia se disting, în primul rând, Palley (2009), care dezvoltă teoria ciclurilor medii (de bază) și pe cea a ciclurilor lungi (super-ciclurilor) prin prisma instabilității sistemului și limitărilor instituționale, iar în al doilea rând, Wray (2009), care abordează pe un plan mai larg fazele de dezvoltare a capitalismului financiar în condițiile creșterii complexității sistemului prin financiarizarea economiilor și inovările financiare. În secțiunea care urmează se va interpreta teoria lui Minsky privind instabilitatea financiară și formele acesteia de manifestare ca explicații necesare ale ciclului și crizei.

Ciclurile și crizele economice sunt strâns legate de instabilitatea financiară. Finanțele reprezintă factorul cu rol crucial în fluctuațiile economice, iar instabilitatea financiară este un proces, o tendință, nu doar un moment sau un simplu eveniment. Ciclurile și crizele financiare sunt considerate forme de manifestare ale instabilității financiare. Instabilitatea financiară, ca și cea economică, este un proces dinamic. Criza financiară este forma de manifestare explozivă a procesului de instabilitate financiară generată în cursul fazei de expansiune a ciclului de afaceri în cadrul căruia se acumulează tensiuni care se sting prin declanșarea crizelor. (Iancu, 2014)

Din dezbaterile științifice și din evaluările efectuate de diverși autori din ultimul deceniu se desprinde părerea unanimă a acestora conform căreia Minsky este creatorul teoriei moderne a instabilității financiare. El își întemeiază teoria pe ideile emise de Marx și Keynes despre instabilitatea sistemului piețelor libere, pe complexitatea la care au ajuns structura și relațiile financiare ale economiilor dezvoltate.

Potrivit concepției lui Minsky, sistemul economic și financiar capitalist, prin însăși esența sa, este instabil, predispus la crize, acestea apărând nu neapărat din cauza unor șocuri externe, ci a unor cauze interne. (Minsky, 1992).

După o perioadă liniștită, începe să se manifeste tot mai puternic boomul economic și financiar și, totodată, să se accentueze tensiunile generate de desincronizarea și discrepanțele dintre veniturile previzionate în trecut și veniturile ce se vor realiza

în viitor. Tensiunile se acumulează și se accentuează cu atât mai mult cu cât, în condițiile moderne, pe de o parte, finanțarea cheltuielilor de investiții și de producție se face pe bază de împrumuturi și prin acumulări mari de datorii (unde își face loc incertitudinea) și, pe de altă parte, proliferază inovațiile financiare prin extinderea securizării și folosirii derivatelor financiare, precum și inovațiile instituționale, cu toleranță la risc din partea tuturor agenților economici, agenților de rating, sistemului bancar și sistemelor de supraveghere, ceea ce favorizează sau stimulează boomul speculativ însoțit de inflație.

Pentru explicarea instabilității, Minsky apelează, în primul rând, la teoria privind rolul investițiilor în raport cu consumul în formarea ciclurilor, precum și la teoria financiară a investițiilor propusă de Keynes. În cercetările sale, Minsky cupleză abordarea factorilor financiari cu abordarea factorilor reali investiționali ai fluctuațiilor din economiile dezvoltate și intens financiarizate, descriind trecerea de la fazele calme sau liniștite (de echilibru relativ), cu structură financiară robustă, la fazele de instabilitate (de criză), cu structuri financiare fragile.

Minsky consideră că *"...investiția este factorul determinant, esențial al cursului pe care îl ia o economie capitalistă"* și că însușirile ciclice fundamentale economiei SUA sunt determinate de relațiile dintre profituri, prețurile activelor de capital, condițiile de pe piețele financiare și investiții (Minsky, 1992). În mod specific, de instabilitatea financiară este legat modul cum se finanțează investițiile (sursele finanțării) și deținerea proprietății și cum se exercită controlul operațional asupra activelor de capital.

Concluzia lui Minsky (1992) referitoare la acest aspect constă în faptul că finanțarea economiilor și, în primul rând, a investițiilor pentru producerea activelor de capital cu durată îndelungată de viață din surse atrase prin împrumut conduce întotdeauna la instabilitate, întrucât aici apare lipsa de sincronizare dintre plățile contractate în trecut asupra datoriilor și încasările viitoare din vânzarea produselor, încasări influențate de diverși factori care nu puteau fi prevăzuți în momentul contractării împrumutului.

Minsky a generalizat acest fenomen în cunoscuta sa ipoteză a instabilității financiare, prin care descrie în mod sintetic cum un sistem economic poate trece de la o structură financiară robustă, în care majoritatea unităților au o situație financiară acoperitoare (hedge), la o structură financiară fragilă (instabilă), în care majoritatea unităților au dificultăți de plată a datoriilor (speculative și Ponzi).

Cu toate acestea, această bulă a activelor și creditelor speculative nu poate fi menținută pentru totdeauna. Ea se bazează pe așteptările nerezonabile conform cărora prețurile activelor vor

continua să crească dincolo de valoarea lor reală. În momentul în care se stagnează creșterea prețurilor activelor debitori și creditorii conștientizează că nu dispun de suficient numerar pentru a satisface rambursarea împrumuturilor, aceasta conducând în cele din urmă la o pierdere a încrederii și la criza creditelor.

Această ipoteză a instabilității financiare elaborată de către Minsky, are implicațiile ei, Minsky a susținut că, deoarece capitalismul era predispus la instabilitate, a fost necesară apelarea la reglementările guvernamentale pentru a preveni bulele financiare.

Cu toate aceste clarificări pe care le aduce teoria lui Minsky, aceasta se confruntă și cu câteva *limite importante* și anume faptul că exercitarea reglementării de către guvern asupra piețelor financiare este de multe ori mai dificil de realizat în practică decât în teorie. Companiile financiare dispun de diverse modalități de evitare a reglementărilor guvernamentale sau aceste reglementări putea eșua ca urmarea a "exuberanței iraționale". (Minsky, 1992)

Totodată, se poate considera că instabilitatea financiară nu este singura cauză a crizei din 2008. De exemplu, economiile s-au confruntat cu o creștere prelungită a nivelului datoriei totale, existând dovezi de dezechilibre la nivel mondial cu importante deficite de cont curent în SUA, Marea Britanie și Europa. (Minsky, 1992)

5. PÂRGHII ALE RELANSĂRII ECONOMICE ÎN CONTEXTUL CRIZEI

Recesiunea din 2007-2009 a fost profundă și de lungă durată, iar prin prisma unei serii de indicatori contracția economică s-a dovedit a fi cea mai severă de după 1930. Încetinirea activității economice a fost moderată în prima jumătate a anului 2008, dar la acel moment economia fragilă a fost depășită de o criză financiară majoră, care agravase starea economică și accelera declinul.

În modelul tipic al ciclului de afaceri din perioada postbelică, nivelul redus al creșterii economice ca urmare a recesiunii este urmat rapid de o perioadă de recuperare cu creștere accentuată. Această creștere are rolul de a accelera recupărarea forței de muncă și revenirea la traiectoria normală de creștere a economiei, aceasta în cazul în care ritmul cererii agregate este în pas cu ritmul ofertei agregate. Probleme referitoare la cererea și oferta din economie au condus până în prezent la o recuperare mult mai fragilă decât în condiții normale.

Economia globală continuă să se confrunte cu provocări serioase. În pofida unei ușoare redresări a creșterii economice, nu s-a diminuat dependența de stimuli monetari. În ciuda euforiei de pe piețele financiare, nivelul investițiilor persistă la un nivel redus. (BIS, 2014)

Înțelegerea provocărilor economice mondiale actuale necesită o perspectivă pe termen lung. O astfel de perspectivă ar trebui să se extindă dincolo de intervalul de timp al fluctuațiilor PIB ("cicluri de afaceri"), care domină gândirea economică. Fluctuațiile financiare ("cicluri financiare"), care se pot termina prin crize bancare, cum ar fi cea recentă, ar putea să se extindă pe o perioadă mai lungă de timp decât ciclurile de afaceri. Ciclurile financiare se pot derula în mare parte fără a fi identificate. Ele sunt pur și simplu prea lente pentru factorii de decizie politică a căror atenție este axată pe fluctuațiile pe termen scurt.

Efectele negative ale ciclurilor financiare se pot dovedi a fi devastatoare. Perioadele de recesiune dezvăluie alocarea incorectă a resurselor și deficiențele structurale care au fost mascate temporar de perioadele de expansiune. (BIS, 2014) Severitatea recesiunii actuale se datorează tocmai faptului că aceasta s-a suprapus crizei financiare fapt ce a determinat adâncirea declinului și înrăutățirea situației economice, confirmând ipoteza conform căreia crizele financiare sunt urmate de recuperări fragile.

Revenirea la o creștere durabilă și echilibrată poate rămâne evazivă în acest context. Restaurarea unei creșteri economice durabile necesită ample politici de bază. În țările afectate de criză, ar trebui să se pună mai mult accent pe refacerea structurii bilanțiere și reforme structurale și, mai puțin pe stimulente de natură monetară și fiscală: ofertă deținând un rol important din această perspectivă (OECD, 2014). O bună politică nu se traduce prin căutarea oricărui mijloc de a forța creșterea cu orice preț în detrimentul eliminării obstacolelor cu efect negativ. Redresarea în economia globală reprezintă o oportunitate prețioasă care nu ar trebui ratată.

Principala provocare pe termen lung este de a ajusta cadrul de politică pentru a promova o creștere sănătoasă și durabilă. Zona euro trebuie să continue eforturile de reformă politică, care vor sprijini recuperarea, să promoveze competitivitatea și stimularea creării de locuri de muncă. Aceste reforme vor ajuta, de asemenea la reducerea acumulării de deficite de cont curent nesustenabile în viitor și vor contribui la o mai bună integrare în rândul membrilor zonei euro. (OECD, 2014)

Astfel, este important de subliniat că pe lângă reformele structurale din domeniul fiscal și cele care privesc politica monetară, un rol tot mai important încep să îl dobândească elementele ce țin de capacitatea de inovare și competitivitatea economiilor, în special a celor emergente și puternic afectate de criză.

Întrucât considerăm aceste aspect ca reprezentând un pas important în redresarea economică și reluarea creșterii economice dintr-o perspectivă sustenabilă, în cele ce urmează vom analiza succint poziția țărilor Centrale și Est Europene (CEE) din

punct de vedere al inovației și al nivelului de competitivitate, pornind de la studiul realizat de către Erste Group. (Erste Group, 2013).

Pentru Europa Centrală și de Est, criza nu a însemnat doar austeritate și încetinirea creșterii, dar și unele îndoeli cu privire la sustenabilitatea modelului său de creștere.

Caracteristica modelului de creștere al țărilor CEE, este în esență unul industrial. Aceste țări au folosit re-integrarea Europei pentru propriul lor beneficiu economic și investitorii străini au descoperit o regiune în care să investească și au făcut acest lucru în numeroase și sofisticate ramuri ale economiei, care a adus câștiguri de productivitate semnificative. Nivelurile de productivitate sunt în continuare mai mici decât în țările din Europa de Vest, dar acest lucru este compensat de costurile reduse ale forței de muncă. Țările din regiune au folosit, astfel avantajul lor de cost relativ la modernizarea industriei cu tehnologii străine. Rezerve mari de investiții străine directe și o mare parte a exporturilor din PIB sunt mărturie a acestui succes și supraviețuirii în timpul crizei financiare.

Conform studiului Erste Group, reiese, așadar că, rețeta succesului acestor țări pare a fi intactă, dar doar competitivitatea costurilor nu este suficientă atunci când țările se apropie de frontiera tehnologică. Cheia pentru redresare va consta, în viitor, în înlocuirea importului de cunoștințe cu produse inovatoare generate pe teritoriul acestor țări. Acest lucru este posibil numai cu o populație cu un anumit nivel de educație și investiții în domeniul cercetării și dezvoltării.

Scopul este de a deveni o economie bazată pe cunoaștere care se bazează pe cunoștințe ca fiind motorul creșterii economice. Investiția în educație și inovație poate ajuta țările CEE să depășească perioadele dificile și, în același timp să pregătească aderarea la țările care se beneficiază de o înaltă tehnologie.

Conform studiului Republica Cehă, Slovacia și Polonia sunt printre țările care beneficiază de cel mai înalt nivel de competitivitate și cunoștințe din țările CEE incluse în studiu, cu Ungaria, urmându-le îndeaproape. România și Serbia revin din urmă, dar presupun eforturi semnificative înainte de a deveni economii inovatoare (Erste Group, 2013).

În ultimii douăzeci de ani, aceste țări au parcurs un drum lung din punct de vedere economic. Slovacia, de exemplu, a început cu un procent de 36% din PIB-ul mediu al UE-15 pe cap de locuitor în termeni de putere de cumpărare în 1992 și a atins 69% în 2012. Din Figura 2 reiese, însă, că anul 2008 a reprezentat o frână pentru aceste țări în ceea ce privește procesul de convergență (Erste Group, 2013).

Fluxurile de investiții au contribuit la dezvoltarea de tehnologie nouă, care a sporit nivelul de productivitate și au promovat exporturile. Țările CEE au avut, astfel, posibilitatea de a excela în

sectorul industrial, după recesiune din 2008, beneficiind de un impuls, în timp ce țările de la periferia zonei euro s-au confruntat cu o prelungită perioadă de dezindustrializare.

Puternic bază industrială a acestor țări a stat la baza trecerii de la statutul de țări cu venituri medii la economii cu venituri ridicate. România, Serbia și Turcia sunt încă clasificate de către Banca Mondială ca țări cu venituri medii superioare, dar țările vecine lor au reușit să depășească așa-numita capcană a venitului mediu.

Cu toate acestea, relansarea economică va depinde în continuare de creșterea productivității capitalului și a forței de muncă prin mijloace proprii.

O altă caracteristică a modelului de creștere din aceste țări, ce a avut un rol important în perioada crizei, este reprezentată de existența unui nivel ridicat al investițiilor străine directe (ISD-urilor), ce au generat câștiguri semnificative în ceea ce privește productivitatea. (Erste Group, 2013).

Așadar, se constată faptul că promotorii creșterii economice în aceste țări sunt intacti, însă problema de viitor are în vedere durabilitatea acestui model de creștere.

Pentru acest aspect, studiul tratează conceptul de competitivitate așa cum a fost

dezvoltat de către Forumul Economic Mondial, ținând seama de legătura dintre pilonii competitivității și stadiul de dezvoltare al unei țări.

Mesajul principal este că țările în diferite stadii de dezvoltare au nevoie de surse diferite de competitivitate: pentru România și Serbia, amplificatoarele eficienței sunt esențiale. Din țările în tranziție, Polonia iese în evidență ca beneficiind de un nivel ridicat de competitivitate, dar încă în principal datorită eficienței și nu încă inovației. În timp ce economiile inovatoare, cum ar fi Slovacia și Republica Cehă se confruntă cu provocarea de a promova aspectele inovatoare și sofisticate ale economiei lor.

Privind la cei 12 piloni ai competitivității din Figura 3, aceștia confirmă imaginea de ansamblu a țărilor CEE, conform căreia acestea se bucură de elemente de bază ale competitivității, precum cele din domeniul sănătății și educației primare. Punctul slab printre cerințele de bază se identifică la nivelul instituțiilor lor, în cazul în care țările CEE înregistrează punctaje destul de mici pe teme legate de sistemul judiciar și corupție.

Rezumând aspectele redate, criza financiară a afectat economiile din Europa de Vest și de Est, iar ratele actuale și potențiale de creștere economică s-au diminuat. O recuperare din criză nu va fi posibilă pentru țările CEE în absența unei rezoluții a crizei datoriei din zona euro. Cu toate acestea, ceea ce face producția mai eficientă și economia mai inovatoare sunt măsuri care pot fi luate independent de ciclul economic. Aceste măsuri pot contribui la reconstrucția producției potențiale a

unei economii care este definită ca fiind cel mai înalt nivel de PIB care poate fi susținut pe termen lung.

Provocarea pentru Europa Centrală și de Est este de a gestiona tranziția de la creșterea productivității importate la surse endogene de inovare ca motoare ale creșterii.

6. CONCLUZII

Problemele ciclicității constituie un subiect peren al cercetării economice la care niciodată nu se va putea spune ultimul cuvânt. Acest lucru are ca temei principal complexitatea proceselor, definită prin multitudinea factorilor de impact, schimbările frecvente care au loc, atât în sistemele economiei reale și financiare, cât și la nivelul factorilor determinanți, la care se adaugă diversitatea politicilor de prevenire și atenuare a caracterului exploziv al instabilității economice și financiare.

În baza concepțiilor precursorilor săi – Marx, Schumpeter și Keynes –, Minsky a demonstrat că instabilitatea economică și financiară este un proces normal și că economia capitalistă este permanent expusă instabilităților explozive. Contrar susținerii lui Marx, potrivit căreia instabilitatea ar conduce la autodistrugerea sistemului capitalist, Minsky a văzut rolul pe care îl are sistemul instituțional, acela de contracarare a tendinței de autodistrugere și de atenuare a efectelor negative ale crizelor.

Ciclurile de afaceri și cele financiare au la bază comportamentele dinamice fluctuante ale proceselor și sunt evidențiate de seriile cronologice ale unor indicatori semnificativi – PIB, șomaj, inflație, credit, prețul acțiunilor, prețul locuințelor etc. Potrivit interpretărilor lui Minsky, fluctuația ciclică și instabilitatea sistemelor financiare sunt legate de evoluția situației bilanțiere a agenților economici și, pe plan mai larg, de mecanismele interne ale economiei și de comportamentul uman în diferitele faze ale ciclului.

De aici rezultă concluzia evidentă că există o împletire a ciclurilor de afaceri cu ciclurile financiare și că orice ciclu de afaceri are și o componentă financiară și, ca atare, ele pot fi analizate și tratate și în mod separat.

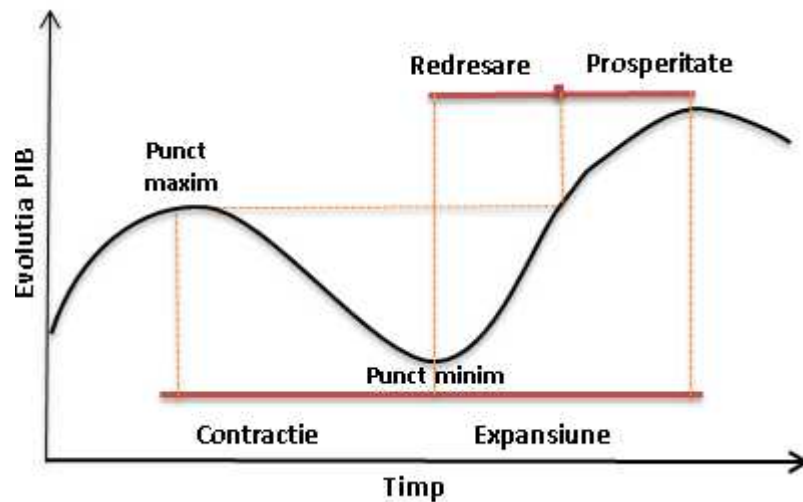
În aceste condiții, se subliniază tot mai mult necesitatea sporirii competitivității și a inovării în rândul economiilor, ca pârghii fundamentale pentru redresarea economică.

Acknowledgement:

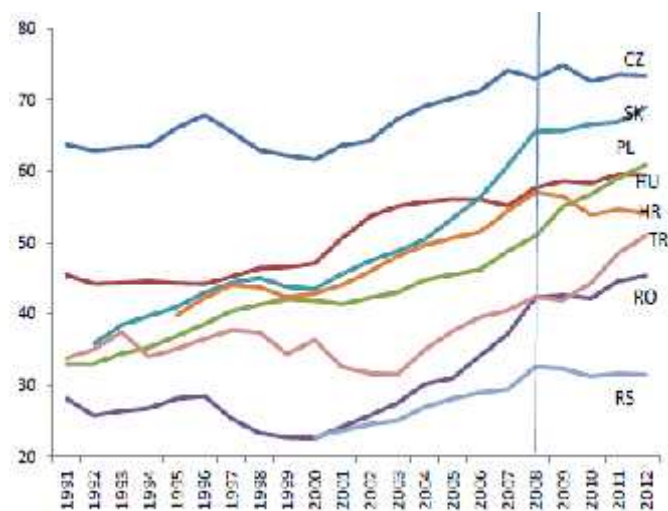
Această lucrare a fost realizată în cadrul proiectului POSDRU/159/1.5/S/134197, cu titlul "Performanță și excelență în cercetarea doctorală și postdoctorală în domeniul științelor economice din România", cofinanțat din Fondul Social European prin intermediul Programului Operațional Sectorial Dezvoltarea Resurselor Umane 2007 – 2013.

7.REFERIN E

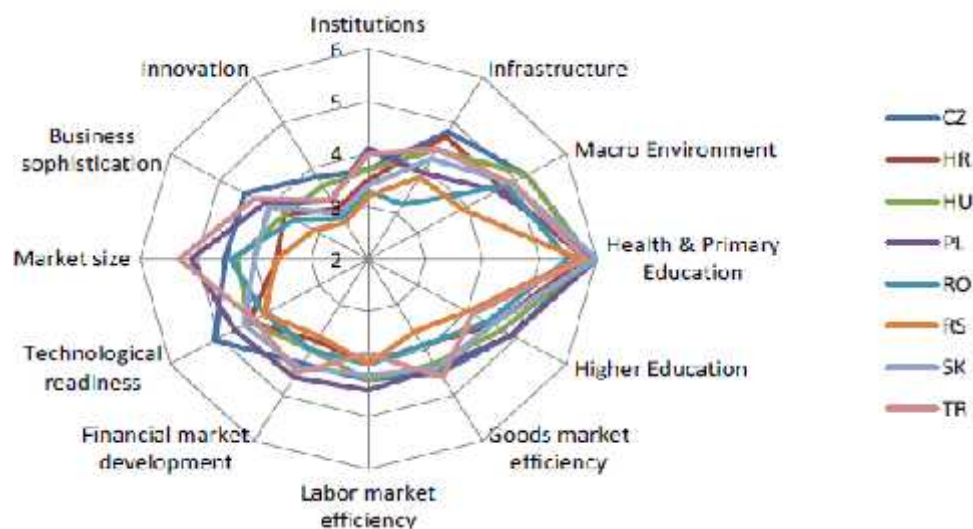
- [1] Alessi, L. & Detken, C. (2009). Real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity, *European Central Bank Working Paper No 1039*.
- [2] Adrian, T. & Shin, H. (2010). *Financial intermediaries and monetary economics*, in B Friedman, B. & Woodford, M. (eds) *Handbook of Monetary Economics*, Vol 3, Amsterdam North Holland, pp 601-650.
- [3] Bank of International Settlement. (2014). In search of a new compass, *84th BIS Annual Report, 2013/2014*, chapter I, 29 iunie 2014, Retrived from <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e1.htm>
- [4] Bernanke, B., Gertler, M. & Gilchrist, S. (1999). *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, in Taylor, J. & Woodford, M. (eds), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, pp 1341-393.
- [5] Borio, C. and Lowe, P. (2002). Assessing the Adrian BIS risk of banking crises, *BIS Quarterly Review*, December, pp 43-54.
- [6] Borio, C. & White, W. (2003). Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, *BIS Working Papers No 147*. Retrived from <http://www.bis.org/publ/work147.pdf>
- [6] Borio, C. & Drehmann, M. (2009). Assessing the risk of banking crises – revisited, *BIS Quarterly Review*, pp 29-46. Retrived form http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903e.pdf
- [7] Borio, C., Furfine, C., & Lowe, P. (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options in Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability, *BIS Papers No 1*, pp 1-57.
- [8] Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, *BIS Working Papers No 395*, Retrived from <http://www.bis.org/publ/work395.pdf>
- [9] Burns, A. & Wesley, C., M. (1946). Measuring Business Cycles, *National Bureau of Economic Research Book Series*, Studies in Business Cycles, pp. 27-556., Retrived from <http://www.nber.org/books/bern49-1>
- [10] Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2009). What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?, *Economic Policy*, pp. 653-700.
- [11] Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2011). How Do Business and Financial Cycles Interact?, *IMF Working Paper, WP/11/88*.
- [12] Danielsson, J., Shin, H., S., & Zigrand, J., P. (2004). The impact of risk regulation on price dynamics, *Journal of Banking & Finance*, vol 28(5), pp 1069-1087.
- [14] Drehmann, M., C. (2012). Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!, *BIS Working Papers No 380*.
- [15] Erste Group. (2013). CEE Special Report.Fixed Income.CEE, *Erste Group Research – Convergence 2.0.*
- [16] Guttman. R. (2012). The Heterodox Notion of Structural Crisis, Joint Conference of AHE, AFEP, IIPPE, July 5-7/2012, on: *Political Economy and the Outlook for Capitalism*, Panthéon Sorbonne, Université Paris 1, pp. 1-37
- [17] Iancu, A. (2014). Instabilitatea financiară, ciclurile și rolul instituțiilor, *Studii economice, Institutul Național de Cercetări Economice*, Retrived from <http://ideas.repec.org/p/ror/seince/140423.html>
- [18] Kashyap, A., & Stein, J. (2004). Cyclical implications of the Basel II capital standards, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives No 1*, pp 18-31.
- [19] Keynes, John Maynard, (1970), *Teoria general a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii i a banilor*, Științifică, București
- [20] Minsky, P., H. (1992). The Financial Instability Hypothesis, *Working Paper No. 74*, Levy Economics Institute of Bard College, pp. 1-9.
- [21] Organisation for Economic Co-operation and Development. (2014). Economic challenges and Policy recommendations for the Euro Area, *OECD “Better Policies” Series*, Februarie 2014.
- [22] Palley, I., T. (2009). A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises, *Working Paper No. 5*, Macroeconomic Policy Institute, Hans Böckler Stiftung.
- [23] Schumpeter, J. A., (1942). *Capitalism, Socialism, and Democracy*, Introduction by Richard Swedberg Stockholm University, London. Retrived from <http://digamo.free.fr/capisoc.pdf>
- [24] Woodford, M. (2003). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton: Princeton University Press.
- [25] Wray, L., R. (2009). The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach, *Cambridge Journal of Economics* (33), pp. 807-828, doi:10.1093/cje/bep024.



(Figura 1. Perspectiva asupra rolului benefic al recesiunilor, Sursa: World Financial Blog)



(Figura 2. Evoluția PIB în PPS pe cap de locuitor (% din UE-15), Sursa: Erste Group Research, 2013))



(Figura 3. Soliditatea nevoilor de bază, fragilitatea inovațiilor, Sursa: Erste Group Research, 2013)

