



Facultatea de Științe Economice  
și Gestiunea Afacerilor



**Universitatea  
BABEȘ-BOLYAI**

**Universitatea Babeș-Bolyai**  
**Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor**  
**Departamentul de Finanțe**

**TEZĂ DE DOCTORAT**  
**-REZUMAT-**

**LIBERALIZARE FINANCIARĂ ȘI IMPACTUL PRODUS PE  
PIAȚA FINANCIARĂ**

**CONDUCĂTOR ȘTIINȚIFIC**  
**Prof. Univ. dr. IOAN NISTOR**

**DOCTORAND,**  
**Maria-Lenuța ULICI**  
**(căs. CIUPAC-ULICI)**

**Cluj-Napoca**  
**2012**

## CUPRINS

<b>INTRODUCERE.....</b>	<b>1</b>
<b>1. ABORDĂRI TEORETICE PRIVIND LIBERALIZAREA FINANCIARĂ .....</b>	<b>6</b>
1.1 Delimitări conceptuale privind liberalizarea financiară.....	6
1.2 Argumente pro și contra liberalizării financiare.....	9
1.2.1 Argumente în favoarea liberalizării financiare .....	9
1.2.2 Efectele negative ale liberalizării financiare .....	13
1.3 Liberalizare internă versus liberalizare externă.....	19
1.4 Metode de liberalizare și indicatori caracteristici.....	22
1.4.1 Liberalizare oficială versus liberalizarea efectivă .....	22
1.4.2 Indicatorii aferenți procesului de liberalizare financiară.....	23
1.4 Intensitatea procesului de liberalizare financiară .....	30
1.6 Provocări în măsurarea efectelor de liberalizare financiară .....	33
1.7 Întrebări cu privire la impactul liberalizării financiare asupra piețelor emergente .	35
1.7.1 Diminuează costul capitalului?.....	36
1.7.2 Consolidază eficiența informațională? .....	39
1.7.3 Volatilitatea bursieră este intensificată?.....	42
1.7.4 Transmiterea volatilității a crescut? .....	46
<b>2. DINAMICA LIBERALIZĂRII FLUXURILOR DE CAPITAL.....</b>	<b>48</b>
2.1 Etapele liberalizării fluxurilor de capital .....	48
2.2 Liberalizarea fluxurilor de capital în țările UE6.....	53
2.2.1 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în Cehia .....	55
2.2.2 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în Ungaria .....	56
2.2.3 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în Polonia.....	58
2.2.4 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în România .....	59
2.2.5 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în Slovacia .....	62
2.2.4 Evoluția liberalizării fluxurilor de capital în Slovenia.....	63
2.3 Evoluția fluxurilor de investiții străine directe.....	65
2.4 Evoluția altor fluxuri de capital .....	75
<b>3. LIBERALIZAREA CONTULUI DE CAPITAL ÎN ȚĂRILE UE6.....</b>	<b>79</b>
3.1 Caracteristici generale privind liberalizarea contului de capital .....	79
3.2 Cine realizează liberalizarea și de ce? .....	88
3.3 Criza și liberalizarea contului de capital .....	92
3.4 Impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice .....	94

<b>4. LIBERALIZARE FINANCIARĂ ȘI VOLATILITATEA PIEȚELOR BURSIERE.....</b>	<b>102</b>
4.1 Studii privind impactul liberalizării financiare asupra volatilității.....	102
4.2 Abordări macroeconomice și microeconomice privind volatilitatea piețelor bursiere .....	111
4.2.1 Teoria macroeconomică .....	111
4.2.2 Teoria microstructurii pieței .....	113
4.3 Metode de estimare a volatilității .....	115
4.4 Eșantionul de date și caracteristicile statistice ale acestuia.....	119
4.5 Rezultate empirice privind impactul liberalizării financiare asupra volatilității... ..	122
4.5.1 Analiza volatilității prin intermediul ferestrelor glisante .....	122
4.5.2 Analiza prin intermediul modelelor heteroscedastice a volatilității .....	126
<b>5. IMPACTUL LIBERALIZĂRII FINANCIARE ASUPRA EFICIENȚEI INFORMAȚIONALE PE PIEȚELE BURSIERE.....</b>	<b>136</b>
5.1 Conceptul de piață eficientă.....	136
5.2 Liberalizarea financiară și eficiența piețelor .....	138
5.3 Modalități de investigare a eficienței informaționale .....	143
5.3.1 Teste de rădăcină unitară cu rupturi structurale.....	144
5.3.2 Testele raportului varianțelor .....	148
5.3.3 Procesul de memorie lungă: Exponentul Hurst Generalizat.....	154
5.4 Rezultate empirice privind impactul liberalizării financiare asupra eficienței informaționale pe piețele emergente .....	158
5.4.1 Rezultatele testelor aferente ipotezei de rădăcină unitară .....	159
5.4.2 Rezultatele testelor de raport al varianțelor.....	161
5.4.3 Rezultatele testului de memorie lungă .....	165
<b>CONCLUZII ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII.....</b>	<b>168</b>
<b>REFERINȚE BIBLIOGRAFICE.....</b>	<b>174</b>
<b>LISTA CU ABREVIERI.....</b>	<b>190</b>
<b>LISTĂ CU TABELE, GRAFICE, FIGURI ȘI ANEXE.....</b>	<b>191</b>
<b>ANEXE.....</b>	<b>193</b>

**CUVINTE CHEIE:** liberalizare financiară, fluxuri de capital, cont de capital, volatilitate, eficiență informațională, indici bursieri.

## INTRODUCERE

La sfârșitul anilor 1970 și începutul anilor 1980, majoritatea țărilor în curs de dezvoltare se aflau într-o criză de politică economică. Datorită unei conjuncturi nefavorabile și a deteriorării condițiilor economice și financiare, sistemul financiar s-a dovedit a avea multe deficiențe și se afla în imposibilitatea de a genera o creștere economică. Bazându-se pe ajutorul financiar acordat de Banca Mondială și Fondul Monetar Internațional, multe țări în curs de dezvoltare din Asia, Europa, America Latină și Africa au întreprins reforme economice pentru a crea un mediu investițional adecvat și a dezvolta sectorul privat, prin intermediul unui sistem economic bazat pe mecanisme de piață. Rezultatul aparent al acestor reforme consta în transformarea multor economii în curs de dezvoltare în economii emergente, unde creșterea economică puternică este susținută de dezvoltarea sectorului privat și maturizarea rapidă a piețelor de capital.

Liberalizarea financiară a fost o componentă importantă a reformelor menționate mai sus. Aceasta constă în a oferi băncilor centrale mai multă autoritate în desfășurarea politicii monetare, a privatiza și restructura sectorul bancar, a liberaliza ratele dobânzilor, a renunța la acordarea directă de credite și, mai general, de a dezvolta și promova rolul piețelor financiare în finanțarea economiei. Obiectivul principal este să permită economiilor emergente să iasă din recesiune, pentru ca ulterior să se dezvolte rapid.

**Stadiul cunoașterii.** Multe studii au fost făcute pentru a sublinia impactul liberalizării financiare asupra sectorului financiar și ale performanțelor economice globale ale economiilor emergente. Astfel, unii autori laudă avantajele liberalizării financiare. S-a demonstrat că liberalizarea financiară contribuie, pe de o parte, la consolidarea bunei funcționări a sistemelor financiare, la îmbunătățirea competitivității sectorului bancar și financiar și la transformarea economiilor în fonduri disponibile pentru finanțarea economiei. Pe de altă parte, ajută la promovarea diversificării internaționale și accesul la o piață de capital globalizată. De exemplu, Kim și Singal (2000) susțin că abandonarea controalelor asupra sectorului financiar, duce la apariția mai multor piețe de capital eficiente în economiile emergente, permite ghidarea fondurilor existente și a economiilor naționale către investițiile cele mai productive. Levine și Zervos (1998), Stulz (1999) și Mishkin (2001) susțin că liberalizarea va îmbunătăți transparența și va reduce problemele

de lichiditate în țările emergente. Alți autori, cum ar fi Bekaert și Harvey (2000) și Henry (2000) susțin în lucrările lor că, în special, participanții de pe piețele emergente se pot bucura de noi câștiguri provenite din diversificarea internațională și reducerea costurilor capitalului, după liberalizarea piețelor. Totodată, Bekaert et al. (2001) susțin că creșterea economică tinde să fie îmbunătățită, ca urmare a dereglementării financiare.

Cu toate acestea, liberalizarea financiară nu este un proces lipsit de riscuri. Crizele financiare din anii 1990 demonstrează acest lucru. Într-adevăr, sistemul bancar era fragil și s-a prăbușit în mai multe economii emergente. Economiiile, în care au existat rate de creștere ridicate s-au transformat în economii caracterizate de grave recesiuni. Și asta nu e tot. Un fenomen negativ constă în intensificarea riscului de instabilitate financiară, care este cauzat de libera circulație a capitalurilor.

**Obiectivele cercetării.** Prezenta teză încearcă să ofere răspunsuri pertinente la întrebările care suscită viu interes în literatura de specialitate motiv pentru care teza comportă o structură care este gândită preponderent pe aceste vii controverse pentru care până în prezent nu există un consens. Diferența de opinii cu privire la impactul preconizat al liberalizării asupra economiilor emergente, ar putea rezulta din faptul că unele articole sunt axate pe un efect pe termen scurt al liberalizării, în timp ce altele sunt axate pe efectul său pe termen lung. Autorii subliniază în plus, faptul că în majoritatea cazurilor, studiile empirice neglijează ideea că liberalizarea este dinamică și progresivă, fapt pentru care nu ar trebui să li se permită să ajungă la concluzii definitive. Prin urmare obiectivele prezentului studiu constă în:

- explicarea conceptului de liberalizare;
- identificarea impactului liberalizării contului de capital asupra creșterii economice;
- modelarea și evidențierea comportamentului volatilității condiționate a piețelor emergente;
- analizarea impactului liberalizării financiare asupra volatilității bursiere, respectiv a eficienței în formă slabă pe piețele emergente;
- identificarea unor recomandări politico-economice pentru autoritățile din țările emergente, pentru a evita și/sau a reduce vulnerabilitatea financiară asociată cu valul de liberalizare financiară.

**Metodologia de cercetare.** Documentarea bibliografică, o componentă a procesului de documentare științifică, are o importanță hotărâtoare pentru aceasta, deoarece ne dă posibilitatea ca, prin intermediul literaturii de specialitate, să cunoaștem zestrea științifică, ipotezele de lucru folosite pentru explicarea fenomenelor economice, metodele de analiză și estimare, concluziile și teoriile științifice ale domeniului. În continuare, explicarea științifică a fenomenului economic se realizează cu un ansamblu complex, variat de metode, mijloace, tehnici și instrumente. Această exigență rezultă nu numai din complexitatea fenomenelor economice cercetate, dar și din caracterul imperfect sau parțial util al oricărei metode de cercetare.

Pentru măsurarea economică și formularea ipotezelor am utilizat mijloace logice: inducția și deducția, dar și metode de măsurare cantitativă. O altă modalitate de analiză este reprezentată de diversele modele econometrice construite, utilizând bazele de date statistice DataStream, Eurostat, Banca Mondială, International Financial Statistics și World Development Indicators, respectiv soft-uri informatice specializate: Eviews, R, WinRats și Matlab.

**Motivația și importanța cercetării.** Delicat și dificil în același timp, domeniul financiar și cel monetar au atras mereu atenția cercetătorilor de pretutindeni, cei mai iluștri dintre aceștia fundamentând teorii și formând în jurul lor școli repute, adaptate mereu la mersul vieții economice și la nevoia menținerii și restabilirii echilibrului monetar și a celui general economic. Una dintre provocările capitalismului contemporan, liberalizarea financiară, reprezintă un proces care deopotrivă poate aduce beneficii enorme sau poate pune mari piedici în calea dezvoltării și prosperității economice. Liberalizarea financiară reprezintă o inovație financiară, dereglementare, avântul pieței de capital, respectiv o tendință către dezintermedierea financiară. Efectele mobilității capitalurilor alimentează instabilitatea prin luarea unor poziții speculative și prin comportamente imitative, ceea ce provoacă reacții de supraajustare a cursurilor de schimb și a cursului activelor financiare. În plus, liberalizarea financiară limitează marjele de manevră ale autorităților naționale în ceea ce privește formularea politicilor economice. Una din soluții ar consta în configurarea și respectarea dispozițiilor prudențiale și transparența informațiilor. Dispozițiile prudențiale sunt de natură preventivă și se disting de acțiunile curative care intervin după declanșarea crizei (intervenția eventuală a creditorului în ultimă instanță

etc.). Decât respinsă, liberalizarea financiară trebuie mai degrabă însoțită de o accentuare a politicii prudențiale. Liberalizarea prea rapidă într-o anumită țară nu înseamnă a pune probleme de viteză în sens absolut, ci în sens relativ: în numeroase cazuri instabilitatea a survenit din cauza diferenței între rapiditatea impresionantă a liberalizării financiare și ajustarea foarte înceată a dispozițiilor prudențiale, a reglementărilor bancare și financiare, respectiv a acțiunii politicii monetare.

Necesitatea studierii și cunoașterii atât a procesului în sine, cât și a efectelor sale asupra pieței financiare a apărut ca urmare a unui număr redus de studii și a unor rezultate neconcludente privind impactul liberalizării financiare asupra țărilor în curs de dezvoltare din Europa Centrală și de Est.

**Structura lucrării.** Lucrarea este structurată în cinci capitole. În încercarea de a da răspunsuri la întrebările fundamentale, cercetările realizate vor permite o mai bună înțelegere a rolului liberalizării financiare în ceea ce privește evoluția fluxurilor de capital, impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice, respectiv impactul liberalizării financiare asupra volatilității și eficienței piețelor bursiere din șase țări emergente europene (notate țările UE6: Ungaria, Polonia, Cehia, Slovenia, Slovacia și România).

Capitolul 1 “**Abordări teoretice privind liberalizarea financiară**” evidențiază unele aspecte privind procesul de liberalizare financiară. Am realizat o identificare a avantajelor, respectiv dezavantajelor procesului, o prezentare a metodelor de liberalizare și a indicatorilor utilizați. Totodată, am ilustrat metodele de măsurare a intensității procesului de liberalizare, provocările care apar în măsurarea efectelor procesului, respectiv câteva întrebări fundamentale prezente în literatura de specialitate privind impactul liberalizării financiare asupra costului capitalului, eficienței informaționale și volatilității de pe piețele emergente.

În capitolul 2 “**Dinamica liberalizării fluxurilor de capital**” am prezentat propunerea privind etapizarea fluxurilor de capital care fost înaintată de economiștii Ishii și Habermaier, precum și câteva reguli de bază pe care o țară trebuie să le îndeplinească înainte de liberalizarea fluxurilor de capital. De asemenea, am descris evoluția procesului de liberalizare în cele șase țări analizate, etapele pe care au trebuit să le parcurgă pentru a

finaliza procesul, evoluția fluxurilor de investiții în perioada ante-, respectiv post-liberalizare, precum și factorii care influențează decizia de liberalizare a fluxurilor de investiții străine directe.

Capitolul 3 “**Liberalizarea contului de capital în țările UE6**” descrie conceptul de liberalizare a contului de capital, respectiv relația dintre criză și liberalizarea contului de capital. Întrucât numeroase studii au pus accent pe impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice (Produsul Intern Brut), în acest capitol am abordat această temă. În absența unui model teoretic care să ofere o explicație clară privind impactul, am construit o regresie liniară în care variabila dependentă este Produsul Intern Brut, iar variabilele independente sunt inflația, rata dobânzii, cursul de schimb, contul financiar și variabila dummy aferentă liberalizării.

În capitolul 4 “**Liberalizare financiară și volatilitatea piețelor bursiere**” am analizat impactul liberalizării financiare asupra volatilității piețelor de capital. În prima parte a acestui capitol am prezentat unele aspecte teoretice și studii de specialitate privind conceptul de volatilitate. Întrucât, piețele emergente sunt cunoscute de a avea o volatilitate mult mai mare decât piețele dezvoltate, în partea a doua a capitolului am utilizat modelele econometrice GARCH și IGARCH pentru a surprinde impactul procesului de liberalizare asupra volatilității și am prezentat câteva măsuri preventive împotriva riscurilor de instabilitate financiară generate de procesul de liberalizare.

Capitolul 5 “**Impactul liberalizării financiare asupra eficienței informaționale pe piețele bursiere**” prezintă impactul procesului de liberalizare asupra eficienței în formă slabă a celor șase piețe emergente. Am utilizat teste de rădăcină unitară cu rupturi structurale (testul Zivot-Andrews și testul Lee-Strazicich), teste ale raportului varianțelor (testul Automatic Variance Ratio și testul Wright), respectiv exponentul Hurst generalizat pentru testarea proprietății de memorie lungă. Încă din momentul liberalizării piețelor bursiere, exista speranța că prezența investitorilor străini, care duce la o lichiditate și o transparență sporită a piețelor și asigură concurența dintre prețuri, va intensifica eficiența informațională.



## **1. ABORDĂRI TEORETICE PRIVIND LIBERALIZAREA FINANCIARĂ**

Liberalizarea financiară nu este un fenomen contemporan. De decenii întregi, țările și firmele occidentale își desfășoară activitatea într-o economie liberă. Astfel, este dificilă identificarea începuturilor liberalizării financiare, pe care se sprijină liberalizarea economiei. Este suficient să amintim rolul bancherilor italieni în Europa Renașterii, importanța avută în secolul XIX de capitalurile engleze și franceze în lume, în special în imperiile coloniale și în Rusia, precum și influența mișcărilor de capitaluri americane în urma crizei din 1929.

Liberalizarea financiară se bazează pe regula celor trei "D": dereglementare, dezintermediere, deschidere. La sfârșitul anilor 1970 apare în SUA fenomenul de dereglementare care avea ca obiect lărgirea libertății de a inova și de a întreprinde într-un sistem de o concurență pură, prin atenuarea sau suprimarea reglementărilor autoritare care tindeau: să reglementeze strict funcționarea și accesul la diferite piețe de capital, să reglementeze strict rolul și libertatea de acțiune a intermediarilor financiari, să impună limite-cadru operațiunilor de împrumut după natura lor, durată, regim fiscal sau obiect.

Liberalizarea financiară cuprinde mai multe elemente, deoarece reflectă o varietate de restricții care au fost impuse. Aceasta poate include:

- liberalizarea contului de capital,
- liberalizarea sectorului financiar
- liberalizarea piețelor de capital (tabel 1).

Tabel 1: Elementele liberalizării financiare

<b>Liberalizarea contului de capital</b>	<b>Liberalizarea sectorului bancar</b>	<b>Liberalizarea pieței de capital</b>
<b>Criteria pentru liberalizarea deplină</b>		
<i>Împrumuturile acordate de bănci și companii în străinătate</i>	<i>Ratele dobânzii pentru credite și depozite</i>	<i>Achiziționarea de către investitorii străini</i>
Băncile și societățile sunt autorizate să împrumute în străinătate. Acestea trebuie să informeze autoritățile, însă, de regulă, autorizația se acordă aproape automat. Rezervele minime obligatorii sunt mai mici decât 10%. Scadența minimă necesară nu este mai mare de doi ani.	Nu există controale asupra ratei dobânzii.	Investitorii străini sunt autorizați să dețină capitaluri proprii interne, fără nici un fel de restricții.
Și	Și	Și
<i>Mai multe rate de schimb și alte restricții</i>	<i>Alți indicatori</i>	<i>Repatrierea capitalului, dividendelor și a dobânzilor</i>
Nu există rate speciale de schimb, atât pentru tranzacțiile de cont curent, cât nici pentru tranzacțiile contului de capital. Nu există restricții la ieșirile de capital.	Nu există controale asupra creditării (subvenții pentru anumite sectoare sau anumite alocări de credit). Depozitele în valută sunt permise.	Capitalul, dividendele și dobânzile pot fi repatriate în mod liber în termen de doi ani de la investiția inițială.
<b>Criteria pentru liberalizarea parțială</b>		
<i>Împrumuturile acordate de bănci și companii în străinătate</i>	<i>Ratele dobânzii pentru credite și depozite</i>	<i>Achiziționarea de către investitorii străini</i>
Băncile și societățile sunt autorizate să împrumute în străinătate, însă există anumite restricții. Rezervele minime obligatorii ar putea fi între 10% și 50%. Scadența minimă ar putea fi între doi și cinci ani.	Există controale ale ratei dobânzii, fie la credite, fie la depozite.	Investitorii străini sunt autorizați să dețină până la 49% din capitalul fiecărei societăți. Ar putea fi unele restricții de a participa la anumite sectoare. Totodată apar modalități indirecte de a investi pe piața bursieră, cum ar fi prin intermediul fondurilor de investiții.
Sau	Și	Sau
<i>Mai multe rate de schimb și alte restricții</i>	<i>Alți indicatori</i>	<i>Repatrierea capitalului, dividendelor și a dobânzilor</i>
Există rate speciale de schimb pentru tranzacțiile de cont curent și cont de capital. Ar putea exista și	Ar putea exista unele controale în alocarea de credite (subvenții pentru anumite sectoare sau	Capitalul, dividendele și dobânzile pot fi repatriate, însă nu înainte de intervalul de 2 - 5 ani de la investiția

unele restricții la ieșirile de capital.	anumite alocări de credit). Depozitele în valută s-ar putea să nu mai fie permise.	inițială.
<b>Criterii pentru non – liberalizare</b>		
<i>Împrumuturile acordate de bănci și companii în străinătate</i>	<i>Ratele dobânzii pentru credite și depozite</i>	<i>Achiziționarea de către investitorii străini</i>
Băncile și corporațiile, cel mai adesea, nu dețin permisiunea de a împrumuta în străinătate. Rezervele minime obligatorii ar putea fi mai mari de 50%. Scadența minimă ar putea fi mai mare de cinci ani. Restricțiile sunt în număr mai mare pentru unele sectoare.	Există controale atât asupra ratelor aferente creditelor, cât și asupra ratelor aferente depozitelor.	Investitorii străini nu pot să dețină capitaluri proprii interne.
Sau	Și	Sau
<i>Mai multe rate de schimb și alte restricții</i>	<i>Alți indicatori</i>	<i>Repatrierea capitalului, dividendelor și a dobânzilor</i>
Există rate speciale de schimb pentru tranzacțiile de cont curent și contul de capital. Crește și numărul restricțiilor aferente ieșirilor de capital.	Există controale în alocarea de credite, iar depozitele în valută nu mai sunt permise.	Capitalul, dividendele și dobânzile pot fi repatriate, însă nu mai repede de 5 ani de la investiția inițială.

Sursa: Souza (2004)

Liberalizarea financiară poate fi recunoscută prin datele oficiale ale liberalizării și prin efectele apărute, cum ar fi: introducerea de ADR și fonduri de investiții, respectiv creșterea semnificativă a fluxurilor de capitaluri americane. Pentru a înțelege mai bine această reformă, este important un studiu aprofundat al efectelor apărute. Această analiză încearcă, în primul rând, să prezinte în ce măsură indicatorii de liberalizare pot determina schimbări pe piețele emergente, și în al doilea rând, să identifice fundamentele teoretice pentru construirea măsurilor de liberalizare necesare.

Henry (2000), Bekaert & Harvey (2000) și Kim et Singal (2000) afirmă că „liberalizarea financiară nu este determinată de un singur eveniment, ci de o succesiune de evenimente”.

Măsurarea intensității procesului de liberalizare financiară este de mare interes pentru investitori, întrucât aceștia pot înțelege gradul de deschidere al pieței în țările emergente.

Cel mai important lucru de menționat este faptul că intensitatea liberalizării nu este identică pentru toate țările emergente, deoarece fiecare dintre ele și-a liberalizat piața de capital în mod diferit.

În finanțe, de cele mai multe ori este citată metoda propusă de Bekaert (1995) în ceea ce privește preocupările privind intensitatea de liberalizare. Construcția indicatorului se bazează pe indicii eligibili ai IFC. Astfel, pentru fiecare piață emergentă, indicatorul (rata de investiție =  $IR_{it}$ ) este construit prin raportarea capitalizării bursiere a indicelui de investiții S&P / IFC (S&P / IFC Investable index) la indicele global S&P / IFC (S&P / IFC Global index), după cum urmează:

$$IR_{it} = \frac{MC_{it}^{IFCI}}{MC_{it}^{IFCG}};$$

unde:

MC = capitalizarea bursieră la timpul  $t$  a celor doi indici considerați anterior pentru fiecare piață emergentă;

S&P / IFCG = capitalizarea bursieră totală a pieței naționale;

S&P / IFCI = procentul din piața națională, care din punct de vedere legal este accesibil investitorilor străini.

O rată de investiție egală cu unu indică că piețele emergente aferente sunt complet liberalizate. În schimb, dacă piața este complet închisă investitorilor străini, valoarea ratei va fi zero. Această rată de investiție reflectă doar evoluția reformelor de dereglementare a pieței, deoarece se bazează pe nivelul teoretic al participației străine. Edison și Warnock (2003) încearcă să măsoare intensitatea controalelor asupra fluxurilor de capital prin deducerea ratei de investiție a lui Bekaert (1995) din valoarea unu. Noua valoare obținută este cuprinsă în intervalul  $[0,1]$ , unde zero reflectă o piață deschisă cu un grad redus al controlului capitalului, iar valoarea unu indică o piață cu un grad ridicat al controlului capitalului.

Impactul liberalizării financiare a fost studiat de numeroase lucrări din literatura de specialitate. Liberalizarea financiară este un factor cheie în creșterea spectaculoasă de pe piețele emergente. Totodată, liberalizarea produce schimbări structurale în țările în curs de dezvoltare, contribuind la accelerarea dezvoltării piețelor bursiere. Astfel, piețele

emergente tind să se apropie de structura piețelor dezvoltate. Cu toate acestea, impactul liberalizării nu se limitează numai la efectele pozitive care sunt, printre altele, stimularea creșterii economice, reducerea costurilor capitalului și a dobânzilor aferente diversificării internaționale într-o piață globală. De fapt, de ceva timp, fragilitatea sistemului financiar la care sunt asociate frecventele crize financiare, îngrijorează nu numai autoritățile de reglementare din țările care și-au liberalizat piețele, dar și participanții de pe piață. Astfel, întrebările existente în literatura de specialitate sunt:

- diminuează costul capitalului?
- eficiența informațională se consolidează?
- volatilitatea bursieră se intensificată?
- transmiterea volatilității a crescut?

Literatura financiară nu a oferit încă răspunsuri satisfăcătoare la întrebările anterioare. Aceasta explică motivele pentru studiile empirice din următoarele capitole. Consider aceste întrebări ca fiind de bază, deoarece acestea sunt în centrul preocupărilor autorităților de reglementare de pe piețele emergente.

## **2. DINAMICA LIBERALIZĂRII FLUXURILOR DE CAPITAL**

Modelele pieței perfecte sugerează că fluxurile internaționale de capital generează beneficii atât debitorilor, cât și creditorilor. Deoarece investiția internațională reprezintă comerțul intertemporal, schimburile comerciale dintre perioade și tranzacțiile internaționale dintre țări au efecte similare asupra bunăstării economiei. Cazul unui cont de capital deschis este asemănător cu cazul comerțului liber, însă diferă indicii modelului. Analizând dintr-un alt punct de vedere, cazul liberalizării financiare internaționale coincide cu cazul liberalizării financiare interne. Dacă piețele financiare interne pot fi considerate ca un mijloc de alocare eficientă a resurselor, de ce nu pot fi considerate și piețele financiare internaționale?

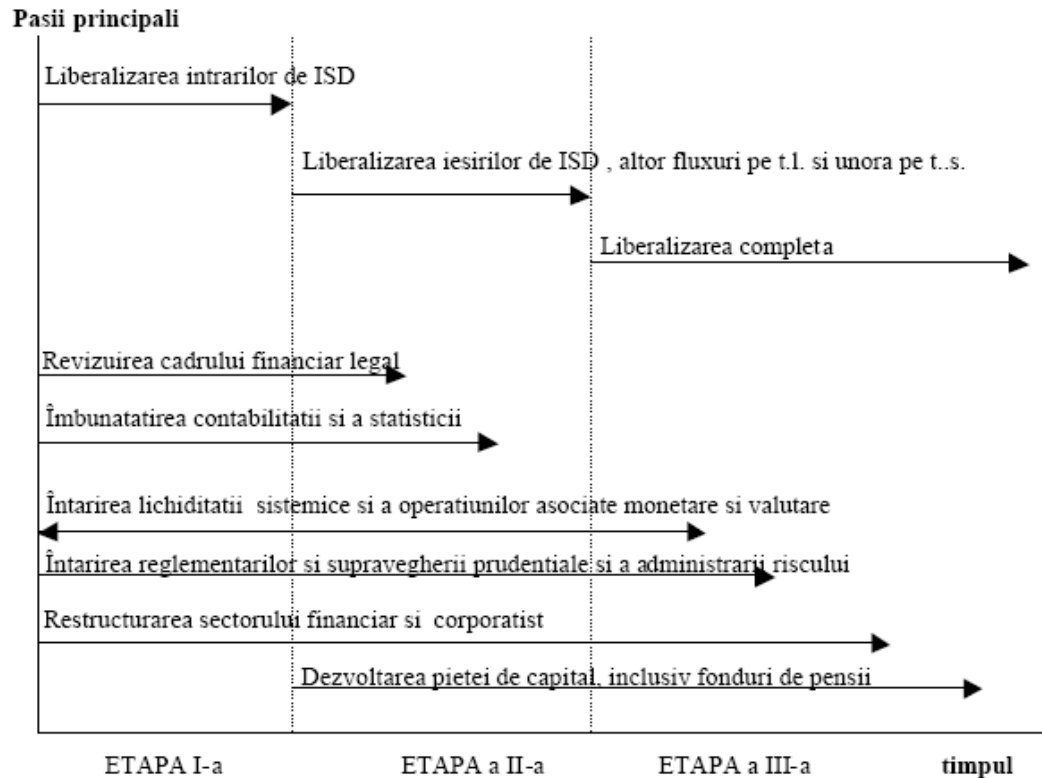
Răspunsul ar putea consta în faptul că această paradigmă a piețelor eficiente este fundamental înșelătoare atunci când se aplică fluxurilor de capital. Limitele aferente mișcărilor de capital sunt o distorsiune.

### **Etapele liberalizării fluxurilor de capital**

O propunere privind etapizarea fluxurilor de capital a fost înaintată de doi economiști ai FMI, Ishii și Habermaier (2002) (figura 1). Principiul fundamental este că fluxurile pe termen scurt nu trebuie liberalizate înainte ca țara respectivă să obțină controlul efectiv asupra operațiunilor monetare și valutare. Nu este clar din diagrama originală dacă liberalizarea deplină poate fi admisă înainte de introducerea unor reglementări prudențiale și sisteme de administrare a riscurilor eficiente, de tip occidental. În opinia noastră, răspunsul ar trebui să fie negativ. În general, comportamentul non-cooperativ al băncilor și al altor instituții financiare le poate determina să accepte riscuri peste nivelul optim. Este un fapt cunoscut în economie că, pe piețele monopolistice, comportamentul noncooperativ conduce la un echilibru social sub-optimal; prezența dominantă a proprietății străine poate cauza mari ineficiențe alocative, întrucât politica de competiție are un impact mai scăzut asupra acestor firme. Măsurile prudențiale (legi, reglementări și proceduri impuse de guvern) urmăresc limitarea marjei pentru comportamentul non-cooperativ prin impunerea unor norme de management al riscului, guvernarea corporativă și funcționarea a pieței. Ele sunt cu atât mai necesare cu cât țara respectivă au liberalizat

fluxurile de capital. Alocarea eficientă a resurselor prin mecanisme de piață necesită o calitate înaltă a informației.

**Figura 1:** Etapizarea liberalizării fluxurilor de capital



Sursa: Ishii și Habermaier (2002)

Ca urmare a crizei asiatice, în rândul economiștilor s-a răspândit pe scară largă opinia conform căreia o economie emergentă nu ar trebui să liberalizeze fluxurile de capital dacă nu sunt îndeplinite câteva condiții fundamentale. Liberalizarea fluxurilor de capital poate să conducă la creșterea concentrării pe piață și a puterii de piață a unor firme. Totodată, ea poate genera condițiile creșterii instabilității economice, când perioadele de entuziasm și dezvoltare accelerată sunt urmate de crize puternice și de stagnare.

Ca reguli de bază, o țară nu trebuie să procedeze la liberalizarea completă a fluxurilor de capital dacă nu reușește ca:

- inflația să fie ținută sub control, cursul de schimb să se stabilizeze și să obțină suficientă credibilitate economică externă;

- deficitul bugetar și angajamentele extra-bugetare ale statului să se încadreze în limite rezonabile;
- gradul de îndatorare externă (publică și privată) să nu fie excesiv;
- sistemul financiar să aibă o dezvoltare suficientă și să fie implementate reguli prudențiale eficiente;
- politica de concurență să fie întărită;
- să fie introdus un sistem informațional și statistic eficient.

Economiile în tranziție din Europa Centrală și de Est s-au confruntat deja cu intrări nete importante de capital (tabel 2). Ele se pot aștepta la o creștere semnificativă a acestor fluxuri, în concordanță cu evoluțiile interne și cu progresul realizat în direcția integrării europene. Uniunea Europeană a impus tuturor țărilor candidate să își deschidă contul de capital până la momentul aderării. Pentru țările din primul val, precum Cehia, Polonia, Ungaria, aceasta a fost o chestiune de doi sau trei ani. Majoritatea acestor țări au realizat progrese importante cu privire la stabilizarea macroeconomică, reforma structurală și în domeniul special al creării unui sistem financiar solid. Pentru ele, riscurile asociate deschiderii contului curent par diminuate. Alte economii în tranziție, au avut de depășit dificultăți importante.

Tabel 2: Etapele liberalizării fluxurilor de capital în țările UE6

	Romania	Cehia	Ungaria	Polonia	Slovenia	Slovacia
Demararea procesului de liberalizare a fluxurilor de capital	2001	1994	1991	1991		1992
Liberalizarea accesului nerezidenților la depozite bancare în monedă națională	2003	1995	2001			2001
Liberalizarea accesului rezidenților la depozite bancare în străinătate	2003	2001	2001	2001	2001- pers. Fizice 2003 - pers. Juridice	2004
Liberalizarea completă a accesului nerezidenților la operațiunile pe piața monetară	2004	1999	2001	2001		2002
Finalizarea procesului de liberalizare a fluxurilor de capital	2006	2001	2001	2001		2003

Sursa: Băncile Naționale ale țărilor UE6

Țările în tranziție mai puțin dezvoltate ar fi putut lua în calcul posibilitatea aplicării unor măsuri selective de control al capitalului. Ar fi putut fi atractivă în special, după modelul chilean, obligativitatea unor rezerve neremunerate pe termen scurt pentru orice intrare de



capital, care să favorizeze investițiile pe termen lung în detrimentul finanțărilor pe termen scurt. Aceste țări ar trebui, de asemenea, să poată preveni speculațiile asupra monedei proprii, mai ales dacă banca centrală urmărește o țintă a cursului de schimb. De aceea, s-ar putea construi un set de controale asupra ieșirilor bruște și masive de capital, chiar dacă astfel de controale nu ar ajunge să fie aplicate vreodată; este vorba în principal de a da un semnal credibil. În sfârșit, unii ar putea intenționa să limiteze gradul de penetrare a capitalului străin în sectorul bancar, pentru a reduce mobilitatea ieșirilor de capital în preajma unei crize. Politica de concurență trebuie să fie suficient de puternică ca să prevină formarea unor monopoluri puternice.

### **Liberalizarea fluxurilor de capital în țările UE6**

În timpul anilor 1990, țările UE6 se aflau în perioada de tranziție de la economia de comandă la economia de piață, iar un prim pas consta în stabilirea unei politici privind convertibilitatea contului curent. Obligațiile din articolul VIII al FMI au fost acceptate de toate țările UE6 între anii 1994 - 1996. Abordarea liberalizării fluxurilor de capital a fost mai mult din cauze eterogene, fiecărei țări corespunzându-i anumite date de implementare a procesului, condiții și evoluții macroeconomice diferite pe parcursul perioadei de tranziție.

Două grupe principale se pot distinge între țările UE6: țara cu proces de liberalizare rapidă – Cehia - și țările cu proces de liberalizare precaută - Ungaria, Polonia, Slovacia, Slovenia și România. Condițiile diferite de pornire au jucat un rol important în dezvoltarea strategiei de liberalizare a unei țări. De exemplu, din cauza datoriei externe relativ ridicate din Ungaria și Polonia, aceste țări au devenit mai vulnerabile la șocurile externe, autoritățile lor au adoptat o atitudine prudentă față de liberalizarea fluxurilor de capital.

O caracteristică importantă a procesului de liberalizare în țările UE6 a fost că țările au avut tendința de a liberaliza intrările înaintea ieșirilor. Această abordare s-a datorat, în principal, incertitudinii inițiale cu privire la succesul de transformare. În primii ani de tranziție, autoritățile se temeau că inflația ridicată și deprecierea monedei naționale ar putea declanșa ieșiri bruște de capital. Stabilizarea macroeconomică relativ rapidă din majoritatea țărilor a înlăturat această teamă, iar din a doua jumătate a anilor 1990 intrările de capital au provocat mai multe dificultăți decât ieșirile potențiale.

### 3. Liberalizarea contului de capital în țările UE6

Cobbam (2001) definește liberalizarea contului de capital ca fiind procesul de eliminare a restricțiilor aferente operațiunilor internaționale referitoare la circulația capitalurilor. Cu alte cuvinte, liberalizarea contului de capital se referă la eliminarea controalelor asupra tranzacțiilor financiare internaționale realizate de rezidenți, respectiv diminuarea controalelor asupra investițiilor efectuate de către nerezidenți.

#### Impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice

Liberalizarea contului de capital rămâne una dintre politicile cele mai controversate și mai puțin înțelese din zilele noastre. Unul dintre motive este faptul că diferitele perspective teoretice au implicații variate pentru oportunitatea de liberalizare a fluxurilor de capital. Un alt aspect este faptul că analiza empirică nu a reușit, încă, să dea rezultate concludente.

În acest capitol îmi propun să analizez impactul procesului de liberalizare a contului de capital, precum și a unor variabile (rata inflației, rata dobânzii de politică monetară, rata cursului de schimb și contul financiar), considerate a fi principalele vulnerabilități cheie ale economiei țărilor UE6 asociate liberalizării contului de capital, asupra produsului intern brut.

În absența unui model teoretic care să ofere o explicație clară a impactului liberalizării contului de capital, am construit regresia următoare:

$$PIB_{i,t} = c + \beta_1 * I_{i,t} + \beta_2 * Rd_{i,t} + \beta_3 * C_{Si,t} + \beta_4 * C_{Fi,t} + \beta_5 * LIB_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

unde:

$PIB_{i,t}$  - Produsul Intern Brut la prețul pieței aferent țării  $i$  la momentul  $t$ , exprimat ca o creștere procentuală comparativ cu perioada precedentă

$I_{i,t}$  - rata lunară a inflației aferentă țării  $i$  la momentul  $t$  (rata de creștere anuală)

$Rd_{i,t}$  - rata dobânzii de politică monetară aferentă țării  $i$  la momentul  $t$  (%)

$C_{Si,t}$  - cursul de schimb aferent țării  $i$  la momentul  $t$  (rata cursului monedei naționale / Euro)

$C_{Fi,t}$  - contul financiar aferent țării  $i$  la momentul  $t$ , exprimat în milioane euro

$LIB_{i,t}$  – variabilă dummy aferentă țării  $i$  la momentul  $t$ , care ia valoarea unu în momentul în care contul de capital este liberalizat, respectiv valoarea zero când acesta nu este liberalizat.

LIB este inclusă în regresie cu scopul de a studia efectul liberalizării contului de capital asupra produsului intern brut, precum și asupra celorlalte variabile din regresie. Principalul obiectiv constă în estimarea coeficientului LIB, a cărui valoare negativă (pozitivă) semnificativă va indica o scădere (creștere) în evoluția PIB ca urmare a liberalizării.

Perioada analizată se întinde pe un interval de zece ani, însă diferă pentru fiecare țară în parte, în funcție de data la care a avut loc procesul de liberalizare a contului de capital. Astfel, intervalele studiate sunt 2001-2011 (România), 1996-2005 (Cehia), 1996Q3-2006Q2 (Ungaria), 1997-2006 (Polonia), 1998-2002 (Slovenia), 2004-2008 (Slovacia). Data oficială de liberalizare este considerată ca fiind punctul de ruptură (tabelul 3).

Datele utilizate sunt trimestriale. Pentru trei variabile (PIB, inflație și cont financiar), datele sunt obținute din baza de date Eurostat. Datele aferente ratei dobânzii de politică monetară sunt preluate din baza de date a FMI, iar pentru evoluția cursului de schimb s-au folosit atât datele furnizate de Eurostat, cât și de pe site-urile băncilor naționale ale țărilor analizate.

**Tabel 3: Perioada eșantionului analizat aferent fiecărei țări**

	<b>Data liberalizării contului de capital</b>	<b>Primul eșantion</b>	<b>Al II-lea eșantion</b>
<b>România</b>	septembrie 2006	2001-2005	2006-2011
<b>Cehia</b>	ianuarie 2001	1996-2000	2001-2005
<b>Ungaria</b>	iunie 2001	1996Q3 - 2001Q2	2001Q3 - 2006Q2
<b>Polonia</b>	octombrie 2002	1997Q4 - 2001Q3	2002Q4 - 2006Q2
<b>Slovenia</b>	ianuarie 2003	1998 - 2002	2003 - 2008
<b>Slovacia</b>	ianuarie 2004	1999 - 2003	2004 - 2008

Sursa: Băncile Naționale ale țărilor UE6

Fiecare eșantion cuprinde un număr de 40 de observații.

Țările UE6 au folosit o varietate de răspunsuri politice la intrări de capital. Doi factori principali au determinat răspunsul politic la intrările în țările UE6: natura influxurilor și

principalele obiective macroeconomice. Obiectivele macroeconomice diferă în timp și între țări: unele economii au prelungit lupta cu inflația, în timp ce altele s-au îngrijorat mai mult pentru creșterea economică, după reușita obținută ca urmare a diminuării inflației. De cele mai multe ori, autoritățile de reglementare s-au confruntat cu provocări multiple și au trebuit să își stabilească prioritățile. Totodată, este important de reținut că îmbunătățirile continue în supravegherea și reglementarea prudențială au fost cruciale pentru liberalizarea contului de capital în țările UE6.

Politica monetară și a cursului de schimb au fost răspunsurile cele mai frecvente la influxurile de capital în țările din Europa Centrală. Principalul răspuns la intrările de ISD a fost intervenția sterilizată, atât sub forma ratelor flexibile, cât și a celor fixe de schimb. Ratele fixe de schimb au fost menținute de către Cehia (până în anul 1997) și Slovacia (până în 1998). Slovenia a menținut un curs puternic pe întreaga perioadă, în timp ce cursul de schimb din Polonia și Ungaria a fluctuat în banda de variație până în anii 2000 și 2001. Autoritățile monetare au trebuit să găsească un echilibru delicat între continuarea dezinflației, minimizarea costurilor de sterilizare și menținerea competitivității externe.

Trecerea la o rată de schimb mai flexibilă a fost parțial motivată de creșterea volumului fluxurilor de capital. În urma fluctuației monedelor, autoritățile monetare au diferențiat răspunsurile lor politice în funcție de natura fluxului de capital. După anul 1999, Cehia și Slovacia au primit cantități tot mai mari de ISD, la care s-a reacționat, mai ales, cu intervenții sterilizate. Polonia și Ungaria au atras mari cantități de influxuri majore de capital dependente de rata dobânzii. Ambele țări au abandonat politica de intervenție sterilizată și au permis aprecieri semnificative ale ratelor de schimb valutare nominale. În același timp, rata dobânzii de politică monetară a devenit tot mai activă în cele patru țări - Cehia, Ungaria, Polonia și România - care au introdus regimuri oficiale de țintire a inflației.

În cadrul regimului de țintire a inflației, Polonia, Ungaria, România și Cehia au urmat strategii diferite: în Polonia, rata dobânzii de politică monetară a fost folosită pentru țintirea strictă a inflației, ținându-se cont de fluxurile de capital ce au urmat și de evoluția

cursului de schimb. Politica de neintervenție<sup>1</sup> a plasat costurile de volatilitate ale fluxurilor de capital pe piața participanților și a descurajat tranzacțiile valutare. Pe de altă parte, Ungaria și România au utilizat rata dobânzii de politică monetară pentru a încerca să mențină rata de schimb într-o bandă relativ îngustă, considerată a fi în concordanță cu țintirea inflației. Rezolvarea dezinflației în cadrul procesului de țintire a inflației a fost un mare succes, iar inflația a ajuns la o singură cifră atât în Polonia (în anul 2002), cât și în România și Ungaria (în 2005). Însă, una dintre consecințe au fost influxurile majore de capital dependente de rata dobânzii însoțite de o politică monetară fermă. În Cehia, rata dobânzii de politică monetară a fost mai puțin activă, întrucât a realizat o inflație scăzută la scurt timp după introducerea țintei de inflație.

Înainte de liberalizare, inflația a avut un impact pozitiv, dar nesemnificativ asupra produsului intern brut din Polonia. Asupra PIB-ului celorlalte țări, impactul a fost negativ, însă semnificativ doar în România și Cehia. Rata dobânzii de politică monetară influențează pozitiv (nesemnificativ) PIB-ul din România, Ungaria, Polonia și Slovenia, respectiv negativ (nesemnificativ) în Cehia și Slovacia. Evoluția cursului monedei naționale raportat la euro a avut un impact pozitiv și semnificativ doar asupra produsului intern brut din România. Contul financiar nu prezintă un impact pozitiv asupra PIB anterior liberalizării contului de capital. Variabila dummy ne arată că prezența controalelor aferente contului de capital au influențat pozitiv și semnificativ PIB-ul din România, Ungaria, Polonia și Slovenia (Tabel 4).

---

<sup>1</sup> Intervenția băncii centrale pe piața valutară este definită ca reprezentând cumpărarea, respectiv vânzarea de valute convertibile efectuată de către banca centrală cu scopul de a influența cursul de schimb al monedei naționale la un moment dat.

**Tabel 4:** Impactul inflației, ratei dobânzii, cursului valutar și a contului financiar asupra PIB

Înainte de liberalizarea contului de capital						
	c	I	Rd	C <sub>s</sub>	C <sub>F</sub>	LIB
România	2.083683* (5.664624)	-0.043632* (-3.209093)	1.541115 (1.20363)	11.37341** (2.58976)	-0.028576 (-0.516872)	1.275* (6.824883)
Cehia	1.028493** (2.513234)	-0.129465** (-2.25595)	-0.37929 (-0.534034)	-9.167078 (-1.323545)	0.000876 (0.083808)	0.195 (0.953012)
Ungaria	1.231512* (4.905606)	-0.011705 (-0.586457)	0.496525 (0.306556)	1.725008 (0.386227)	-0.013008 (-0.448443)	1.07* (16.68918)
Polonia	0.39869 (0.607626)	0.053636 (0.763736)	1.35927 (0.476717)	6.095748 (1.125511)	-0.006553 (-0.164532)	0.805* (4.053163)
Slovenia	2.971194** (2.408437)	-0.164567 (-1.061181)	3.234552 (1.80375)	-42.35812 (-1.482587)	0.058755 (1.356128)	1.045* (4.802845)
Slovacia	0.747736 (0.788362)	-0.065206 (-0.560702)	-3.132392 (-0.339208)	11.18103 (0.597503)	-0.080828 (-0.688629)	0.51 (1.45608)

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă: \*, \*\* and \*\*\* reprezintă pragurile de semnificație pentru 1%, 5%, respectiv 10%. În paranteză se află valorile t-Student.

Eliminarea controalelor asupra contului de capital a determinat ca inflația să aibă un impact negativ asupra PIB-ului în Cehia, în restul țărilor impactul fiind nesemnificativ. Rata dobânzii de politică monetară influențează pozitiv produsul intern brut din România și Cehia, respectiv negativ în Lituania. În ceea ce privește cursul valutar, evoluția cursului RON/EUR prezintă un impact negativ asupra PIB. Contul financiar nu influențează PIB-ul nici după liberalizarea contului de capital. Procesul de liberalizare influențează pozitiv produsul intern brut din toate țările UE6 (excepție fiind România) (Tabel 5).

**Tabel 5:** Impactul inflației, ratei dobânzii, cursului valutar și a contului financiar asupra PIB

După liberalizarea contului de capital						
	c	I	Rd	C <sub>s</sub>	C <sub>F</sub>	LIB
România	0.655909 (0.334333)	-0.002812 (-0.009127)	5.931669*** (1.766573)	-21.95963*** (-1.966933)	0.618034 (1.097365)	0.5 (1.129992)
Cehia	1.394086* (6.100808)	-0.191358*** (-2.117582)	3.048644** (2.440765)	-7.956804 (-1.107587)	-0.003362 (-0.066121)	0.965* (6.848179)
Ungaria	0.839619** (2.78785)	0.03008 (0.548479)	0.111845 (0.166306)	1.332054 (0.286408)	-0.179185 (-1.358544)	0.97* (15.53243)
Polonia	1.816302* (4.48768)	-0.252296 (-1.429274)	1.827526 (0.839241)	-0.850392 (-0.161681)	0.009759 (0.185049)	1.275* (10.75804)
Slovenia	2.099722* (5.725406)	-0.241025 (-2.025261)	-0.008455 (-0.007277)	-9.94219 (-0.19634)	0.011843 (0.447191)	1.195* (10.16719)
Slovacia	2.594611* (3.119247)	-0.198457 (-1.157812)	3.254889 (1.152339)	1.173327 (0.070108)	0.119622 (0.563707)	1.765* (5.908829)

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă: \*, \*\* and \*\*\* reprezintă pragurile de semnificație pentru 1%, 5%, respectiv 10%. În paranteză se află valorile t-Student.

#### **4. LIBERALIZARE FINANCIARĂ ȘI VOLATILITATEA PIETELOR BURSIERE**

Teoria modernă financiară arată că volatilitatea activelor financiare ar trebui să fie analizată pentru a putea construi portofolii eficiente. Preocuparea dedicată volatilității se explică prin faptul că deciziile de investiții depind nu numai de nivelul randamentelor anticipate, dar, de asemenea, de nivelul riscurilor asociate diverselor active care alcătuiesc portofoliul. În domeniul piețelor emergente, problemele legate de volatilitatea pieței bursiere ridică o serie de întrebări. Astfel, a apărut necesitatea de a studia volatilitatea de pe piețele emergente și, în special, importanța de a analiza relația dintre liberalizare financiară și volatilitate. În prezent, modelele cele mai utilizate pentru a modela volatilitatea condiționată sunt modelele ARCH / GARCH.

Pentru a testa diversele aspecte legate de comportamentul indicilor bursieri, ca urmare a implementării procesului de liberalizare a pieței de capital, am utilizat cursurile zilnice de închidere a șase indici aferenți unor piețe de capital emergente europene: Ungaria (BUX), Polonia (WIG), Cehia (PX), Slovenia(SIB), Slovacia(SAX) și România (BET) (tabel 1). Intervalul de timp supus analizei începe cu prima zi de cotare a fiecărui indice și se încheie cu data de 30 iunie 2011 (excepție fiind indicele bursier al Sloveniei). Toate valorile de închidere ale acestor indici sunt colectate din baza de date Datastream și sunt denumite în monedă națională.

##### **Analiza prin intermediul modelelor heteroscedastice a volatilității**

Construirea unor modele de tip ARMA-GARCH necesită ca seria rentabilităților să fie staționară, respectiv cursurile bursiere să fie integrate de ordin 1.

În vederea testării staționarității/nestaționarității seriilor rentabilităților bursiere am utilizat testul Augmented Dickey-Fuller (ADF) și testul Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin.

Testele Augmented Dickey-Fuller și Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin<sup>2</sup> le-am aplicat pe întreaga perioadă analizată, respectiv asupra datelor neajustate. Am aplicat cele două teste pe modelul cu constantă și am obținut că seriile rentabilităților celor 6 indici bursieri sunt staționare.

În vederea analizării existenței dependențelor în seriile rentabilităților am utilizat modelul ARMA(p,q). Stabilirea modelului ARMA s-a realizat pe baza a trei criterii: Akaike information criteria (AIC), statistica Ljung-Box, precum și pe analiza corelogramei reziduurilor. Modelul ARMA cu valoarea cea mai mică a lui AIC, pentru care testul portemanteau nu prezintă rezultate semnificative, este utilizat pentru a elimina structurile liniare din seriile rentabilităților bursiere. Aceste structuri au fost eliminate în cazul a trei indici bursieri: BET, PX și SAX. Statistica testului McLeod-Li a reziduurilor pătrate este semnificativă pentru 1%, ceea ce ne indică prezența unor dependențe nonliniare în seriile rentabilităților indicilor bursieri.

Pentru a analiza impactul liberalizării asupra volatilității seriilor de rentabilitate ale celor șase indici bursieri, am utilizat testul GARCH în care am introdus o variabilă dummy aferentă liberalizării. Astfel, modelul GARCH arată:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \cdot \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j \cdot \sigma_{t-j}^2 + \gamma \cdot D_t$$

unde  $D_t$  reprezintă variabila dummy, care ia valoarea zero pentru perioada ante-liberalizare, respectiv unu pentru perioada post-liberalizare.

Rezultatele din tabelul 6 ne arată că liberalizarea financiară are un impact pozitiv asupra volatilității piețelor bursiere din Ungaria și Cehia, respectiv un impact negativ asupra volatilității pieței de capital din Polonia.

---

<sup>2</sup> Lungimea benzii aferente testului KPSS este aleasă în funcție de criteriul Newey-West, ca urmare a utilizării estimatorul Barlett kernel.



**Tabel 6: Modelul GARCH(p,q)**

	BET	BUX	PX	SAX	SBI	WIG
<b>MODEL</b>	GARCH(3,1)	GARCH(2,1)	GARCH(1,1)	GARCH(2,1)	GARCH(4,1)	GARCH(2,1)
$\alpha_1$	0.345582*	0.294876*	0.148982*	0.089856*	0.34496*	0.130253*
$\alpha_2$	-0.14876*	-0.186334*		-0.040701*	-0.147693*	-0.036349***
$\alpha_3$	-0.100925*				-0.160198*	
$\alpha_4$					0.030758*	
$\beta_1$	0.899688*	0.877626*	0.83002*	0.939613*	0.934224*	0.891199*
$\Sigma\alpha_i + \Sigma\beta_j$	0.995585	0.986168	0.979002	0.988768	1.002051	0.985103
$Q_{ss}(5)$	2.8175	2.0932	3.3066	7.508	0.5815	6.4741
$Q_{ss}(10)$	5.0102	5.5029	5.9783	9.562	1.1242	9.8182
<b>Dummy</b>	-0.000000244	0.00000159*	0.00000239*	0.000000238	-0.0000000111	-0.00000352*

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă:  $Q_{ss}(k)$  reprezintă statistica McLeod-Li.

\*, \*\* și \*\*\* reprezintă pragul de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

Întrucât o parte din dependențele liniare au fost eliminate, este necesar să analizăm dacă în cadrul seriei rentabilităților mai sunt prezente și dependențe nonliniare. Pentru aceasta am aplicat testul BDS asupra reziduurilor standardizate din modelul GARCH.

Probabilitățile rezultate în urma testului BDS sunt superioare pragului de acceptare a ipotezei nule, de 10%, doar în cazul seriei rentabilităților indicelui bursier polonez, ceea ce înseamnă că reziduurile standardizate ale modelului GARCH(2,1) sunt independente și identic distribuite. Dependențe nonliniare se mențin în cazul celorlalte serii de rentabilități.

Persistența volatilității induse de șocuri ( $\Sigma\alpha_i + \Sigma\beta_j$ ) pare să fie permanentă, deoarece valorile sunt apropiate de unitate. Prin urmare am aplicat testul GARCH Integrat. Expresia matematică a modelului IGARCH arată după cum urmează:

$$\sigma_t^2 = \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

Conform tabelului 7, liberalizarea financiară prezintă un impact pozitiv asupra volatilității rentabilității indicilor bursieri din Ungaria, Cehia, Polonia și Slovacia. Pentru celelalte două piețe bursiere impactul este nesemnificativ.

**Tabel 7: Modelul IGARCH**

	BET	BUX	PX	SAX	SBI	WIG
<b>MODEL</b>	IGARCH(3,1)	IGARCH(2,1)	IGARCH(1,1)	IGARCH(2,1)	IGARCH(4,1)	IGARCH(2,1)
$\alpha_1$	0.273486*	0.292305*	0.11894*	0.110187*	0.296574*	0.152116*
$\alpha_2$	-0.114137*	-0.244847*		-0.070027*	-0.1276*	-0.079901*
$\alpha_3$	-0.103651*				-0.138371*	
$\alpha_4$					0.015749	
$\beta_1$	0.944303*	0.952541*	0.88106*	0.959839*	0.953647*	0.927786*
$\Sigma\alpha_i + \Sigma\beta_i$	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
$Q_{ss}(5)$	1.7854	4.2916	2.0645	31.857	0.8357	2.695
$Q_{ss}(10)$	7.3542	8.7496	4.5608	37.63	1.3167	4.937
<b>Dummy</b>	0.00000106	0.00000131*	0.00000233*	0.00000107*	0.000000326	0.0000011*

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă:  $Q_{ss}(k)$  reprezintă statistica McLeod-Li.

\*, \*\* și \*\*\* reprezintă pragul de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

Am aplicat testul BDS și asupra reziduurilor standardizate din modelul IGARCH. Problemele privind existența dependențelor nonliniare nu dispar. Comparativ cu rezultatele obținute prin aplicarea testului BDS asupra reziduurilor standardizate din modelul GARCH, se constată că tot mai puține dependențe nonliniare au fost eliminate.

Criza financiară care a început în Statele Unite, pe piața creditelor imobiliare ipotecare în anul 2007 și s-a răspândit rapid în Europa devenind o criză la nivel global care afectează atât sistemele financiare din întreaga lume, cât și activitățile economice în aproape toate țările. Turbulențele financiare mondiale au determinat o criză profundă în mai multe piețe europene emergente. Din graficele aferente metodologiei ferestrelor glisante se observă o creștere a volatilității datorată apariției crizei financiare pe piețele emergente. Prin urmare am aplicat modelele GARCH și IGARCH pe intervalul de timp care nu ia în considerare perioada aferentă crizei. Astfel, perioadele analizate sunt: 1 iulie 2001 – 23 iulie 2007 (Ungaria), 1 ianuarie 2001 – 7 iunie 2007 (Polonia), 1 ianuarie 2001 – 15 octombrie 2007 (Cehia), 1 ianuarie 2002 – 31 august 2007 (Slovenia), 1 ianuarie 2001 – 26 martie 2008 (Slovacia), respectiv 1 ianuarie 2006 – 25 august 2008 (România).

Aplicând modelul ARMA obținem valori mai mici pentru AIC. Totodată, structurile liniare sunt eliminate doar pentru două piețe bursiere (România și Slovacia), iar dependențele nonliniare persistă la un prag de semnificație de 1% pentru toți indicii.

Rezultatele modelului GARCH ne arată că liberalizarea financiară duce la diminuarea volatilității pe piețele bursiere din Ungaria, Cehia și Polonia (Tabel 8). Prin aplicarea

testului BDS asupra reziduurilor standardizate ale modelului GARCH se elimină un număr mai mare de structuri nonliniare. Ipoteza nulă este respinsă de către indicii bursier WIG; în aproape toate cazurile, aceasta este respinsă de indicii BET și BUX, iar în jumătate din cazuri de către indicii PX și SAX.

**Tabel 8:** Modelul GARCH(p,q)

	BET	BUX	PX	SAX	SBI	WIG
<b>MODEL</b>	GARCH(3,1)	GARCH(2,1)	GARCH(1,1)	GARCH(4,1)	GARCH(4,1)	GARCH(2,1)
$\alpha_1$	0.335822*	0.320384*	0.141082*	0.131668*	0.343557*	0.160062*
$\alpha_2$	-0.132165*	-0.200307*		-0.016615	-0.154039*	-0.058354*
$\alpha_3$	-0.108216*	0.120077*		-0.017751	-0.15103*	
$\alpha_4$				-0.047227*	0.038352*	
$\beta_1$	0.893965*	0.865266*	0.830202*	0.939767*	0.927267*	0.876254*
$\Sigma\alpha_i + \Sigma\beta_i$	0.989406	0.985343	0.971284	0.989842	1.004107	0.977962
$Q_{ss}(5)$	1.2942	1.2811	5.0369	4.2723	0.5607	4.9736
$Q_{ss}(10)$	5.5465	4.435	9.6144	12.917	1.0808	8.6971
Dummy	-0.000000919	-0.00000125***	-0.00000274*	-0.000000342	0.0000000153	-0.000000396*

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă:  $Q_{ss}(k)$  reprezintă statistica McLeod-Li.

\*, \*\* și \*\*\* reprezintă pragul de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

Ca urmare a aplicării modelului IGARCH se constată că procesul de liberalizare prezintă un impact pozitiv și semnificativ în cazul a două piețe de capital (Slovacia și Slovenia). Pentru celelalte patru piețe bursiere, liberalizarea financiară duce la o diminuare a volatilității (tabel 9). Testul BDS nu elimină dependențele nonliniare (excepție fiind indicele WIG).

**Tabel 9:** Modelul IGARCH

	BET	BUX	PX	SAX	SBI	WIG
<b>MODEL</b>	IGARCH(3,1)	IGARCH(2,1)	IGARCH(1,1)	IGARCH(4,1)	IGARCH(4,1)	IGARCH(2,1)
$\alpha_1$	0.259532*	0.30023*	0.106389*	0.140252*	0.282327*	0.179679*
$\alpha_2$	-0.093068*	-0.253765*		-0.024107	-0.12829*	-0.10853*
$\alpha_3$	-0.121494*			-0.015519	-0.128751*	
$\alpha_4$				-0.071989*	0.020625**	
$\beta_1$	0.95503*	0.953535*	0.893611*	0.971363*	0.954089*	0.928851*
$\Sigma\alpha_i + \Sigma\beta_i$	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000
$Q_{ss}(5)$	1.3529	3.683	2.5911	6.0798	0.8081	3.635
$Q_{ss}(10)$	7.7933	7.5755	5.6863	9.245	1.2612	6.8362
Dummy	-0.00000062*	-0.00000128*	-0.00000203**	0.000000593*	0.000000343**	-0.00000136*

Sursa: Prelucrări proprii în Eviews

Notă:  $Q_{ss}(k)$  reprezintă statistica McLeod-Li.

\*, \*\* și \*\*\* reprezintă pragul de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

Rezultatele furnizate de modelele econometrice corespund cu cele prezentate în graficele obținute prin aplicarea metodologiei ferestrelor glisante. Rezultatele obținute sunt în concordanță cu cele ale lui Bekaert și Harvey (1997), Cuñado et al. (2006) și Nguyen și Bellalah (2008).

A priori, ar fi mai bine pentru țările în curs de dezvoltare de a liberaliza piețele lor de capital, pentru a permite investitorilor interni să beneficieze de avantajele integrării financiare, cum ar fi diversificarea riscului și reducerea costului de capital, respectiv de a face piețele de capital mai eficiente, mai lichide și mai competitive.

Cu toate acestea, creșterea volatilității după liberalizarea financiară nu este întotdeauna un element negativ. Aceasta poate reflecta o consolidare a eficienței informaționale a piețelor, care determină creșterea fluctuațiilor prețurilor activelor la data de sosirii de noi informații, ca urmare a feedback-ului primit din partea investitorilor. În consecință, crearea unui mediu investițional transparent este esențială pentru a reduce efectele negative ale comportamentului mimetic și lipsa de încredere a investitorilor.

## **5. IMPACTUL LIBERALIZĂRII FINANCIARE ASUPRA EFICIENȚEI INFORMAȚIONALE PE PIETELE BURSIERE**

Liberalizarea pieței de capital ar putea avea un impact favorabil asupra economiei în multe aspecte. De exemplu, mai multe studii empirice au arătat că liberalizarea a avut un efect pozitiv asupra economiilor în curs de dezvoltare, impact ce a dus la diminuarea costului de capital, la creșterea rentabilităților și a investițiilor persoanelor fizice. Cu toate acestea, liberalizarea poate face o țară să fie sensibilă la anumite "turbulențe" economice și politice externe, determinând, în final, o volatilitate mai mare a piețelor interne. Unii cercetători susțin că, în parte datorită politicilor de liberalizare a pieței de capital, criza asiatică din 1997 este un exemplu de "turbulențe" pe piețele interne [Laopodis, (2004)].

În studiile empirice, atenția autorilor este axată, în principal, pe schimbările în eficiența în formă slabă a pieței bursiere înainte și după liberalizare. Data liberalizării financiare este folosită pentru a separa cele două sub-perioade.

### **Modalități de estimare a eficienței informaționale**

#### **A. Teste de rădăcină unitară cu rupturi structurale**

În literatura de specialitate se regăsesc atât teste clasice de rădăcină unitară, cât și teste care țin cont de existența posibilelor rupturi structurale. Dintre testele clasice am utilizat testul Augmented Dickey-Fuller și testul Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin, iar dintre testele care iau în considerare posibilele rupturi structurale am utilizat testul Zivot – Andrews și testul Lee-Strazicich.

#### **B. Teste de raport al varianțelor**

Testele de raport al varianțelor cuprind: testele clasice, precum Lo-MacKinlay și Chow-Denning, precum și variantele îmbunătățite bazate pe *wild bootstrap* (Choi) și semne și ranguri (Wright), care au fost dovedite a avea proprietăți superioare în cazul unor eșantioane finite.

#### **C. Procesul de memorie lungă: Exponentul Hurst**

Exponentul Hurst este un instrument statistic robust. Exponentul Hurst este un mijloc de măsurare a distribuției fractale. În această distribuție nu există o scară de timp caracteristică. Valorile exponentului H se încadrează în intervalul [0,1].

## **Liberalizare financiară și impactul asupra eficienței informaționale pe piețele emergente**

Am analizat eficiența informațională a șase piețe bursiere ante-, respectiv post-liberalizare, folosind cursurile zilnice de închidere ale indicilor bursieri din capitolul precedent.

Premisele de la care pornesc testele clasice de rădăcină unitară nu includ posibilitatea existenței uneia sau mai multor rupturi structurale. Și cum majoritatea seriilor temporale manifestă astfel de rupturi, iar neluarea lor în considerare generează efecte negative asupra rezultatelor obținute, am utilizat și teste de rupturi structurale [testul Zivot-Andrews (model C), ce permite doar o ruptură, și testul Lee-Strazicich cu două rupturi (model AA și model CC)]. Am constatat că datele de ruptură nu coincid cu datele aferente liberalizării piețelor bursiere.

### ***Testul Wright***

Valori observate ale testului Wright asociat returnează versiunea multiplă a testului de ranguri și semne al lui Wright. Perioadele de deținere luate în considerare coincid cu cele de la testele anterioare ( $k=2,5,10,20,40$ ). Statisticile  $R1$ ,  $R2$  și  $S1$  aferente testului Wright de raport al varianțelor sunt semnificative la un nivel de semnificație de 1%.

Înainte de liberalizare, conform tabelului 10, valorile calculate ale statisticilor  $JR1$ ,  $JR2$  și  $JS1$  pentru rentabilitățile neajustate sunt superioare valorilor critice ceea ce înseamnă o respingere a ipotezei nule și deci o respingere a ipotezei de Random Walk și de eficiență a piețelor. După corectarea cursurilor de efectele slabei tranzacționări, toți indicii bursieri analizați acceptă ipoteza nulă, deci o acceptare a procesului de mers aleator.

**Tabel 102:** Rezultatele testului Joint Sign al lui Wright aferente perioadei ante-

Indici	Rentabilități neajustate								
	JR1			JR2			JS1		
	Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc	
		5%	1%		5%	1%		5%	1%
BET	11.42252**	2.41072	3.03042	12.29164**	2.43152	3.06297	8.294612**	2.43129	2.96259
BUX	9.704389**	2.42121	3.01490	8.844853**	2.43225	2.93131	9.459191**	2.37408	2.94281
PX	14.04162**	2.37411	2.76855	15.13875**	2.42651	2.85239	12.12287**	2.39810	2.93694
SAX	3.726784**	2.40049	2.89019	3.006699**	2.39224	2.95884	3.546513**	2.36225	2.93445
SBI	12.86881**	2.37244	3.01920	13.13007**	2.44718	3.03001	10.84057**	2.39104	2.84649
WIG	11.3644**	2.41401	3.00547	12.73783**	2.40582	2.96150	6.890773**	2.40891	3.15932
	Rentabilități ajustate								
	JR1			JR2			JS1		
	Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc	
		5%	1%		5%	1%		5%	1%
BET	1.61467	2.36187	2.79863	1.26974	2.40719	2.88506	1.25861	2.40853	2.93676
BUX	0.80282	2.36658	2.94246	0.99193	2.35721	3.01677	0.95529	2.42385	2.80492
PX	1.16235	2.36396	2.86626	0.93275	2.40379	3.06028	2.471022**	2.33660	2.97774
SAX	0.77647	2.35118	2.92209	0.80151	2.42244	2.91911	0.69056	2.38698	3.04481
SBI	1.93050	2.34414	2.86648	2.18511	2.34976	2.90206	1.35814	2.39749	2.95188
WIG	2.07731	2.33567	2.99415	2.07833	2.39332	2.95337	0.39637	2.41856	3.08587

liberalizare

Sursa: Prelucrări proprii în R

Notă: \*, \*\* și \*\*\* reprezintă respingerea ipotezei nule pentru pragurile de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

După implementarea procesului, indicele aferent pieței bursiere ungare acceptă ipoteza nulă pe baza rentabilităților neajustate, pentru ca ulterior (ținând cont de rentabilitățile ajustate) toți indicii bursieri să urmeze un mers aleator, adică să accepte ipoteza de eficiență în formă slabă (tabel 11).

Constatăm că prin eliminarea efectelor slabei tranzacționări, seriile rentabilităților indicilor bursieri analizați acceptă ipoteza nulă pentru ambele subperioade (înainte de liberalizare, respectiv după liberalizare). Însă, dacă aplicăm testul Wright asociat doar asupra rentabilităților neajustate, observăm că liberalizarea financiară are un impact pozitiv asupra indicelui BUX. Prin urmare, piața de capital din Ungaria devine eficientă în formă slabă ca urmare a procesului de liberalizare.

**Tabel 11:** Rezultatele testului Joint Sign al lui Wright aferente perioadei post-liberalizare

Indici	Rentabilități neajustate								
	JR1			JR2			JS1		
	Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc	
		5%	1%		5%	1%		5%	1%
BET	2.694863**	2.45349	3.05520	2.941675**	2.44232	3.11841	1.65048	2.40877	2.98171
BUX	0.95546	2.42361	2.86047	1.77111	2.39210	2.96683	1.09435	2.28797	2.95582
PX	1.76070	2.38705	2.97006	2.260393*	2.43501	2.94976	2.987089**	2.35542	3.01726
SAX	5.123964***	2.37812	2.92568	4.669875***	2.36843	2.73990	16.78193***	2.39791	2.93971
SBI	14.82957***	2.39137	2.76540	14.18169***	2.35170	2.84371	10.611***	2.37137	2.81924
WIG	2.269782**	2.29326	2.99708	3.536858***	2.37127	2.90385	1.74990	2.38303	2.80533
	Rentabilități ajustate								
	JR1			JR2			JS1		
	Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc		Valoare test	Valori de încredere pentru un prag de risc	
		5%	1%		5%	1%		5%	1%
BET	1.52650	2.43013	2.95771	1.76963	2.38692	2.99345	1.29019	2.37060	3.10860
BUX	0.63011	2.43721	2.89394	0.61635	2.45241	2.89900	0.53269	2.35811	2.97081
PX	0.90494	2.45003	3.05041	1.40625	2.43692	3.03178	1.86511	2.36076	3.03416
SAX	0.79941	2.39871	2.99700	0.59606	2.34919	3.05110	0.80923	2.47580	3.06530
SBI	1.40688	2.59863	3.10556	1.15202	2.55122	3.10274	1.48336	2.41070	2.97156
WIG	1.74057	2.30304	2.89805	1.65009	2.29290	2.90032	0.49092	2.37713	2.85424

Sursa: Prelucrări proprii în R

Notă: \*, \*\* și \*\*\* reprezintă respingerea ipotezei nule pentru pragurile de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

### **Testul Automatic Variance Ratio**

Pentru testul AVR am utilizat „wild bootstrap” aferent distribuției cu două puncte a lui Mammen și un eșantion 1000 de iterații. Valorile testului confirmă rezultatele obținute la testele anterioare.

În tabelul 12 sunt prezentate rezultatele testului: pentru datele neajustate doar indicele SAX acceptă ipoteza de raport unitar al varianțelor, respectiv de mers aleator (întrucât probabilitatea aferentă testului se situează peste pragul de semnificație de 5% și se situează în intervalul de încredere prezentat); în ceea ce privește rentabilitățile ajustate toți indicii acceptă ipoteza nulă de random walk.



**Tabel 12:** Rezultatele testului “Wild Bootstrap” al lui Mammen aferente perioadei ante-liberalizare

Indici	Rentabilități neajustate			
	z-stat	p-value	Interval de încredere	
			2.50 %	97.50 %
BET	8.2890	0.000	-2.4972	2.9340
BUX	4.3209	0.023	-3.4230	3.5716
PX	17.6879	0.000	-4.1751	5.8486
SAX	-0.4329	0.512	-1.5212	1.6377
SBI	6.4203	0.001	-2.9535	3.5695
WIG	8.7242	0.000	-2.7374	2.9793
Rentabilități ajustate				
BET	0.8986	0.159	-1.2403	1.4720
BUX	0.3366	0.579	-1.4482	1.5538
PX	-0.4948	0.417	-1.2973	1.5093
SAX	-0.2170	0.641	-1.2929	1.5962
SBI	-0.7574	0.242	-1.4426	1.4857
WIG	0.0708	0.775	-1.4954	1.3879

Sursa: Prelucrări proprii în R

Pe baza datelor din tabelul 13 putem afirma că liberalizarea pieței de capital a avut un impact pozitiv, întrucât toți indicii bursieri acceptă ipoteza de *random walk* (cu excepția indicelui polonez, însă rezultatul este influențat de efectul slabei tranzacționări).

**Tabel 133:** Rezultatele testului “Wild Bootstrap” al lui Mammen aferente perioadei post-liberalizare

Indici	Rentabilități neajustate			
	z-stat	p-value	Interval de încredere	
			2.50 %	97.50 %
BET	1.1816	0.351	-2.6438	2.9801
BUX	0.1904	0.807	-2.5614	3.1330
PX	0.2945	0.794	-3.2941	4.3363
SAX	0.1603	0.725	-1.6055	1.7286
SBI	3.7290	0.106	-4.8259	4.6343
WIG	3.0610	0.003	-1.7255	1.7134
Rentabilități ajustate				
BET	1.1201	0.122	-1.3386	1.4806
BUX	-0.2243	0.637	-1.4568	1.5642
PX	0.7187	0.275	-1.4334	1.5177
SAX	-0.0217	0.885	-1.3281	1.5251
SBI	1.2405	0.074	-1.3807	1.3751
WIG	0.4970	0.438	-1.4052	1.3969

Sursa: Prelucrări proprii în R

Am încercat și o identificare a exponentului Hurst, ce indică tipul de memorie al datelor. Exponentul Hurst pentru seriile de timp este întotdeauna mai mare decât 0.5, deci cele șase piețe prezintă o serie de timp persistentă, și prin urmare prezintă efectele Joseph și Noah. Comportarea pe termen lung a pieței nu are un exponent Hurst bine definit, dar în schimb, este caracterizată prin cicluri. Din moment ce stabilitatea exponentului Hurst este în strânsă legătură cu memoria seriei de timp, piețele au o memorie lungă, dar finită.

Faptul că piețele bursiere au devenit tot mai eficiente în ultimii ani este un semn încurajator pentru autoritățile de reglementare de pe piețele emergente. Acest lucru arată că acestea au reușit să creeze un mediu favorabil pentru investiții, care au dus la creșterea eficienței informaționale. Liberalizarea financiară este recomandată pentru țările în curs de dezvoltare, deoarece în lipsa acestei reforme, ar dura mai mult timp în vederea îndeplinirii condițiilor necesare pentru eficiența în formă slabă.

## CONCLUZII ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII

Reforma de liberalizare financiară este un fenomen complex și pe termen lung. Aceasta implică faptul că impactul acestei reforme pe piețele financiare nu ar trebui să fie imediat, ci mai degrabă treptat, pe o perioadă îndelungată. De asemenea, este important de menționat că liberalizarea nu se manifestă la fel pe piețe. Fiecare țară, conform calculelor sale cu privire la climatul economic și specificitatea piețelor financiare, și-a stabilit diferit evoluția procesului de liberalizare. Există mai multe potențiale cercetări privind impactul liberalizării asupra:

- performanței piețelor bursiere;
- raportului rentabilitate-risc;
- lichidității;
- volatilității;
- fluxurilor investițiilor de portofoliu;
- primei de risc.

Cercetările mele s-au oprit la analiza impactului liberalizării asupra volatilității și eficienței informaționale în formă slabă pe piețele de capital, respectiv impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice.

În ceea ce privește efectul liberalizării pe piețele emergente, s-a demonstrat, pe de o parte, că liberalizarea contribuie la reducerea costului capitalului, ajută la integrarea piețelor emergente pe piața mondială, îmbunătățește creșterea economică și permite piețelor emergente să devină mai mature. Pe de altă parte, liberalizarea are un impact foarte ambiguu și neconcludent asupra eficienței informaționale și a volatilității pe piețele emergente. În plus, o mai mare deschidere a piețelor naționale poate consolida interdependența dintre piețe și, prin urmare, să ducă la riscul cauzat de transmiterea volatilității.

Cu toate acestea, argumentele în favoarea liberalizării financiare, atât teoretice, cât și empirice, sunt relativ fragile, și există multe motive de scepticism cu privire la afirmațiile făcute de adepții acestor măsuri. Într-adevăr, există motive întemeiate pentru a ne pune întrebări legate de extinderea și tipul de liberalizare financiară care este promovat. În multe cazuri, efectele sociale și economice au fost negative pentru cei săraci, care au avut

de suferit din cauza condițiilor mai precare din timpul perioadelor de "boom financiar", dar de obicei, au fost cel mai grav afectați în timpul unei crize financiare. De asemenea, este demn de remarcat faptul că formele extreme de liberalizare nu sunt nici eficiente, nici necesare, și că o mare varietate de măsuri alternative, precum și diferite grade de liberalizare nu sunt doar posibile, ci pot fi observate în mai multe țări în curs de dezvoltare.

În cadrul acestei lucrări mi-am propus să ofer o mai bună înțelegere a rolului liberalizării financiare și impactul acesteia asupra unui eșantion de șase țări emergente.

În ceea ce privește impactul liberalizării contului de capital asupra creșterii economice, am constatat că aceasta prezintă un impact pozitiv (excepție fiind România). Astfel, rezultatele obținute se alinează studiilor lui Quinn's, Edwards și Klein și Olivei. Liberalizarea nu a avut un impact pozitiv asupra PIB-ului din România, iar rata de schimb RON/EUR are un impact negativ asupra PIB-ului. Eu consider că liberalizarea contului de capital a influențat criza financiară din România. Criza actuală a adus în prim plan o serie de probleme sensibile ale pieței globale. Una dintre ele, frecvent invocată de analiștii financiari în momentul de față, este liberalizarea contului de capital. Libera circulație a capitalurilor adoptată de țările dezvoltate, extinsă apoi încetul cu încetul către piețele emergente nu a fost lipsită de incidente majore de-a lungul istoriei financiare moderne. Se poate observa că primele crize financiare internaționale majore coincid cu această liberalizare începută aproape simultan în America Latină și Asia de Sud-Est. Liberalizarea contului de capital de către piețele emergente este considerată drept unul dintre factorii care a determinat propagarea rapidă a crizei de pe piața americană la nivel global și care a accentuat și mai mult această criză. Fără o astfel de liberalizare, impactul crizei la nivel global ar fi fost semnificativ limitat.

Liberalizarea financiară determină o diminuare a volatilității în eșantionul de piețe de capital analizate. Pe baza rezultatelor modelului GARCH se observă o diminuare a volatilității pe piețele bursiere din Ungaria, Cehia și Polonia. Întrucât modelul GARCH ne arată o persistență a volatilității, am utilizat și modelul IGARCH. Obținem o diminuare a volatilității pentru piețele bursiere din România, Ungaria, Cehia și Slovacia, iar pentru piețele de capital din Slovacia și Slovenia se constată o creștere a volatilității. Rezultatele

obținute sunt în concordanță cu cele ale lui Bekaert și Harvey, Cuñado et al. și Nguyen și Bellalah.

Rezultatele testelor Augmented Dickey Fuller și testul Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin conclud că seriile rentabilităților sunt staționare. Întrucât majoritatea seriilor temporale manifestă astfel de rupturi, iar neluarea lor în considerare generează efecte negative asupra rezultatelor obținute, am utilizat și teste de rupturi structurale [testul Zivot-Andrews (model C), ce permite doar o ruptură, și testul Lee-Strazicich cu două rupturi (model AA și model CC)]. Am constatat că datele de ruptură nu coincid cu datele aferente liberalizării piețelor bursiere.

În ceea ce privește testele de raport al varianțelor, am utilizat variantele îmbunătățite (testul Automatic Variance Ratio și testul Wright), care au fost dovedite a avea proprietăți superioare în cazul unor eșantioane finite. Studiile anterioare ne atrag atenția asupra faptului că tranzacționarea slabă și infrecventă, caracteristică piețelor în curs de dezvoltare, induce și ea o serie de erori în rândul rezultatelor. Astfel, testele de raport al varianțelor au fost aplicate atât asupra cursurilor inițiale, cât și asupra celor corectate, respectiv înainte și după implementarea procesului de liberalizare financiară. Se constată diferența dintre rezultatele obținute pentru datele neajustate și cele pentru seriile corectate, ceea ce confirmă faptul că cele șase state analizate suferă de fenomenul de tranzacționare infrecventă. Ca urmare a liberalizării financiare cele șase piețe emergente prezintă o eficiență în formă slabă. Rezultatele studiului se alinează celor obținute în analizele lui Cajueiro et al. și Kim și Singal.

Economiile de tranziție de succes trebuie să învețe să trăiască cu intrări de capital considerabile legate de procesul de convergență reală, respectiv trebuie să încerce să atenueze dimensiunea și volatilitatea ratei de dobândă care depinde de aceste intrări. Luând în considerare numărul în creștere al conturilor de capital deschise, intrările de capital dependente de rata dobânzii vor ridica unele dificultăți în politica monetară și a ratei de schimb până când marja de dobândă este foarte redusă sau eliminată. Având în vedere așteptările pentru aprecierea pe termen lung a cursului de schimb (efectul Balassa-Samuelson), marja de dobândă trebuie eliminată prin diminuarea ratelor nominale de dobândă de pe piața internă. Pe baza experienței trăite de țările UE6 care se confruntă cu

fluxuri mari de capital, următoarele concluzii pot fi identificate pentru țările în circumstanțe similare:

- Deși *politicile monetare și ale cursului de schimb* au fost principalele instrumente de politică pentru a reacționa la intrările de capital în cele mai multe țări UE6, rata dobânzii de politică monetară este mult mai puțin eficace în influențarea cererii interne în economiile emergente decât în piețele mature, iar independența politicii monetare și a cursului de schimb nu este așa de puternică pe cât pare. Mecanismul de transmisie a ratei dobânzii este slab, chiar și în regimurile de țintire a inflației, ca urmare a nivelului scăzut de îndatorare a sectorului privat, disponibilitatea facilă a împrumuturilor în valută, cererea structurală mare pentru împrumuturi, respectiv excedentul de lichiditate din sistemul financiar<sup>3</sup>. Regimul cursului de schimb este important în influențarea intrărilor de capital, deoarece acesta poate atenua sau agrava discontinuitățile în riscul de preț [Lipschitz, Lane și Mourmouras (2005)]. În urma fluctuației cursului de schimb, au apărut în mai multe țări în tranziție perioade prelungite de apreciere (sau depreciere). Este foarte important ca autoritățile să nu contribuie la încurajarea speculațiilor prin intermediul unor garanții implicite sau aluzii la niveluri vizate.
- Având în vedere necesitatea de a reduce ratele nominale ale dobânzilor interne și incertitudinile cu privire la mecanismul de transmisie a ratei dobânzii, s-a constatat că soluția stă în *viteza de dezinflație*. Dacă dezinflația este lentă, intrările de portofoliu vor fi persistente, având în vedere perioada prelungită a marjelor substanțiale ale ratei dobânzii (fenomen care s-a descoperit în Ungaria, România și Polonia). Acest lucru poate conduce la o creștere a creditării și un mare deficit de cont curent. Experiența trăită de Cehia arată că, o inflație care se situează la același nivel cu cea de pe piețele mature sau puțin deasupra lor poate fi realizată relativ repede, intrările de capital dependente de rata dobânzii se vor diminua foarte mult pe termen scurt sau mediu. Astfel, mixul de politici ar trebui să se concentreze asupra dezinflației relativ rapide și durabile, cu scopul de a minimiza riscurile asociate contului curent, stabilității financiare și creșterii economice.

---

<sup>3</sup> Cu toate că, mecanismul de transmisie a ratei dobânzii s-a modificat treptat, autoritățile monetare trebuie să efectueze cercetări ample cu privire la evoluția mecanismului lor de transmisie monetară.

- Având în vedere că eficiența politicii monetare este limitată, iar deschiderea față de piețele globale de capital reduce spațiul de manevră pentru politica monetară, *politicile fiscale și de venituri* ar trebui să joace un rol important în gestionarea cererii. Dacă dezinflația va fi realizată rapid este esențială disciplina politicii fiscale și salariale. Deși mai multe țări au menținut politici fiscale prudente, înăsprirea fiscală a fost rareori folosită ca un răspuns direct la intrările de capital în țările UE6, iar acest lucru a contribuit la ritmul lent al dezinflației și accentuarea deficitelor de cont curent în unele țări. Chiar și în țările cu deficite bugetare semnificativ mai mici decât cele ale țărilor UE6, înăsprirea politicii fiscale și salariale este un instrument important pentru a reduce dezechilibrele din țările în curs de dezvoltare, bazându-se exclusiv pe o politică monetară mai strictă. Cu toate acestea, este foarte puțin probabil ca un guvern să schimbe orientarea fiscală în magnitudinea și cu rapiditatea necesară pentru a compensa schimbările mari din contul de capital.
  
- Abordarea prudentă pentru *liberalizarea contului de capital* pare să fie utilizată de mai multe țări vulnerabile UE6. Astfel, Ungaria și Polonia, țări cu dezinflație lentă și cu un număr mare de titluri de valoare pe piața bursieră sunt sfătuite să își deschidă contul de capital cu precauție. În ceea ce privește efectul introducerii controalelor de capital, este preferabil ca acestea să fie limitate și temporare într-o economie cu participare străină ridicată în sectorul financiar și non-financiar.
  
- În cele din urmă, alte măsuri politice din domeniile de *gestionare a datoriei și supravegherii și reglementării bancare* pot fi utile pentru a completa răspunsurile de politică monetară și fiscală. Menținerea veniturilor din privatizare pe piața interbancară (cum s-a procedat în Cehia) sau achitarea datoriei externe precoce (Ungaria și Polonia) pot atenua presiunea exercitată asupra cursului de schimb. În cazurile în care fluxurile financiare sunt mari chiar și în absența unor marje de dobândă - de exemplu, dorința de a câștiga o anumită cotă de piață în domeniul serviciilor bancare de retail - măsurile administrative pot fi cel mai eficient instrument de politică. Măsurile de reglementare bancară, cum ar fi înăsprirea rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor externe pot ajuta la reducerea fluxurilor financiare mari, care determină apariția boom-ului de credite.

În procesul de liberalizare a fluxurilor de capital toate țările în tranziție au aplicat măsurile amintite, pe care le-au adaptat în funcție de situația macroeconomică specifică fiecărei țări. Țările cu liberalizare precaută au primit mai multe influxuri de portofoliu decât țările cu liberalizare rapidă. Acest rezultat poate fi explicat parțial prin diferențele în condițiile de adoptare a procesului (datoria publică internă ridicată) și parțial de evoluțiile macroeconomice din perioada de tranziție (o dezinflație mai lentă). Fiecare țară a ales ritmul său de liberalizare în funcție de vulnerabilitatea percepută la intrările de capital. În ciuda influxurilor mari și a creșterii ineficienței restricțiilor, abordarea prudentă de liberalizare a avut unele avantaje. Restricțiile privind creditarea nerezidenților în monedă națională și instrumentele financiare derivate au atenuat volatilitatea fluxurilor de capital și scopul atacurilor speculative. În general, restricțiile au crescut costurile de tranzacționare, reducând astfel câștigurile din diferențele de dobândă.



## REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Abeysekera, S. (2001), Efficient Market Hypothesis and the Emerging Capital Markets in Sri Lanka: Evidence from the Colombo Stock Exchange - A Note, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 28, no. 1 & 2, pp. 249-261
2. Abraham, A., Seyyed, F. J. și Alsakran, S. A. (2002), Testing the Random Walk Behavior and Efficiency of the Gulf Stock Markets, *The Financial Review*, vol. 37, pp. 469-480
3. Abrosimova, N., Dissanaïke, G. și Linowski, D. (2005), Testing the Weak- Form Efficiency of the Russian Stock Market, *Social Science Research Network (SSRN) Working Paper*
4. Akinkugbe, O. (2005), Efficiency in Botswana Stock Exchange: An Empirical Analysis, *The Business Review*, vol. 4, no. 2: 223-230
5. Alesina, A., & Guido, T. (1989), External Debt, Capital Flight, and Political Risk, *Journal of International Economics*, vol. 27, issue 3-4:199-220
6. Alesina, A., Grilli, V. și Milesi-Ferretti, G.M. (1994), The Political Economy of Capital Controls, In Leonardo Leiderman and Assaf Razin (eds.), *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press
7. Altar, M., Albu, L., Dumitru, I și Necula, C. (2006), Impactul Liberalizării Contului de Capital asupra Cursului de Schimb și a Competitivității Economiei Românești, *Institutul European din România – Studii de Impact (PAIS III)*, no. 2
8. Andrews, D.W.K. (1991), Heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix estimation, *Econometrica*, vol. 58, pp. 817–858
9. Antoniou, A., Ergul, N. și Holmes, P. (1997), Market efficiency, thin trading and non-linear behavior: evidence from an emerging market, *European Financial Management*, vol. 3, no. 2, pp. 175-190
10. Appiah-Kusi, J. & Menyah, K. (2003), Return predictability in African stock markets, *Review of Financial Economics*, vol. 12, pp. 247-270
11. Arouri, M. El H., Jawadi, F. și Nguyen, D.K. (2010), *The Dynamics of Emerging Stock Markets*, Physica-Verlag GmbH & Co, France
12. Arouri, M. & Ulici, M. (2012), Bank stock returns in Romania: crisis, volatility spillovers and hedging effectiveness, Working Paper
13. Arteta, C., Eichengreen, B. și Wyplosz, C. (2001), When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?, *NBER Working Paper* No. 8414, Cambridge, Mass
14. Bachelier, L. (1900), Théorie de la spéculation, *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure* 3, vol. 17, pp. 21–86
15. Bai, C.-E. & Wei, S.-J. (2000), Quality of Bureaucracy and Open Economy Macro Policies, *NBER Working Paper* 7766, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass
16. Baley, W. & Jagtiani, J. (1994), Foreign ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market, *Journal of Financial Economics*, vol. 36, issue 1: 57-87
17. Barnes, P. (1986), Thin Trading and Stock Market Efficiency: The case of the Kuala Lumpur Stock Exchange, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 13, no. 4: 609-617
18. Barro, R.J. (1997), *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, Cambridge, Mass. MIT Press
19. Bassil, C. (2008), Unit Roots and Structural Breaks in the American Federal Funds and Inflation rates, *Thema-UMR CNRS 8184*, Université de Cergy-Pontoise
20. Beju, D.G. (2007), *Banca Națională a României – Banca Centrală a Țării*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca, p. 222
21. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (1995), Time-Varying World Market Integration, *Journal of Finance*, vol. 50, issue 2: 403-444
22. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (1995), Time-Varying World Market Integration, *Journal of Finance*,
23. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (1997), Emerging Equity Market Volatility, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, issue 1, pp. 29-78
24. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (2000), Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *Journal of Finance*, vol. 55, issue 2, pp. 565-613
25. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (2003), Emerging Markets Finance, *Journal of Empirical Finance*, vol. 10, issue 3, pp. 3-55
26. Bekaert, G. & Harvey, C.R. (2003), Research in Emerging Market Finance: Looking to the Future, *Emerging Markets Review*, vol. 3, issue 4, pp. 429 - 448
27. Bekaert, G. (1995), Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets, *The World Bank Economic Review*, vol. 9, issue 1: 75-107
28. Bekaert, G., Harvey, C.R. și Lumsdaine, R. (2002), Dating the Integration of the World Equity Markets, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, issue 2: 203-248

29. Bekaert, G., Harvey, C.R. și Lundblad, C. (2001), Emerging Equity Markets and Economic Growth, *Journal of Development Economics*, vol. 66, issue 2: 465-504
30. Bekaert, G., Harvey, C.R. și Lundblad, C. (2003), Equity Market Liberalization in Emerging Markets, *Journal of Financial Research*, vol. 26, issue 3: 275 – 299
31. Belaire-Franch, G. & Contreras, D. (2004), Ranks and signs-based multiple variance ratio tests, *Working paper*, University of Valencia
32. Bernhard, W. & Leblang, D. (1999), Democratic Institutions and Exchange Rate Commitments, *International Organization*, vol. 53, issue 1, p.71-97
33. Bertolini, L. & Drazen, A. (1997a), Capital Account Liberalization as a Signal, *American Economic Review*, vol. 87, issue 1, p. 138-54
34. Bertolini, L. & Drazen, A. (1997b), When Liberal Policies Reflect Shocks, What Do We Learn?, *Journal of International Economics*, vol. 42, issue 3-4, p. 249-273
35. Bhattacharya, U., Daouk, H., Jorgenson, B. și Kehr, C.H. (2002), When Event is not an Event: The Curious Case of an Emerging Market, *Journal of Financial Economics*, vol. 55, issue 1: 69-101
36. Binder, J.J. & Merges, J.M. (2001), Stock Market Volatility and Economic Factors, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 17, issue 1, pp. 5-26
37. Black, F. (1986), Noise, *Journal of Finance*, vol. 41, issue 3, pp. 529-543
38. Bollerslev, T. (1986), Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, *Journal of Econometrics*, vol. 31, pp. 307-327
39. Bollerslev, T., Engle, R. F. și Nelson, D. (1994), ARCH Models, in Engle, R. F., and McFadden, D. L.(eds.), *Handbook of Econometrics*, vol. 4, Ch. 49, Amsterdam: North-Holland
40. Bordo, M. & Eichengreen, B. (1998), Implications of the Great Depression for the Evolution of the International Monetary System, In Bordo, M., Goldin, C. și White, E. (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago: University of Chicago Press
41. Borensztein, E.R. & Gelos, R. G. (2000), A Panic-prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds, Working Paper, International Monetary Fund
42. Brecher, R. & Diaz-Alejandro, C. (1977), Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth, *Journal of International Economics*, vol. 7, issue 3-4, p. 317-322
43. Brecher, R. (1983), Second-Best Policy for International Trade and Investment, *Journal of International Economics*, vol. 14, issue 3-4, p. 313-320
44. Brune, N., Garrett, G., Guisinger, A. și Sorens, J. (2001), The political economy of capital account liberalization, (New Haven: Yale University), mimeo
45. Buch, C. & Lusinyan, L. (2002), Short-Term Capital, Economic Transformation and EU Accession, *Bundesbank Discussion Paper* 02/02
46. Butler, C. K. & Malaikah, S. J. (1992), Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia, *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, pp. 197-210
47. Cajueiro, D.O., Gogas, P. și Tabak, B.M. (2009), Does financial market liberalization increase the degree of market efficiency? The case of the Athens stock exchange, *International Review of Financial Analysis*, vol. 18, pp. 50-57
48. Calvo, S., & Reinhart, C. (1996), Capital Flows to Latin America: Is there Evidence of Contagion Effects?, Policy Research Working Paper
49. Capriolo, G. & Lavrac, V. (2002), Managing Capital Inflows in Slovenia: Experience and Options, *ICEGEC Working Papers* No. 3
50. Chan, K., Gup, C., Benton, E. și Ming-Shiun, P. (1992), An Empirical Analysis of Stock Prices in Major Asian Markets and United States, *The Financial Review*, vol. 27, pp. 289-307
51. Chandrasekhar, C.P. (2004), Financial liberalization and the macroeconomics of poverty reduction, Draft Thematic Summary on Financial Liberalization for the Asia-Pacific Programme on the Macroeconomics of Poverty Reduction, May
52. Chang K. P. & Ting, K. S. (2000), A variance ratio test of the random walk hypothesis for Taiwan's stock market, *Applied Financial Economics*, vol. 10, no. 5
53. Chang, T., Fawson, C., Glover, T. F. și Fang, W. (1996), The weak-form efficiency of the Taiwan share market, *Applied Economics Letters*, vol. 3, pp. 663-667
54. Cheung, Y-L., Wong, K-A. și Ho, Y-K. (1993), The Pricing of Risky Assets in two Emerging Asian Markets-Korea and Taiwan, *Applied Financial Economics*, vol. 3, pp.315-324
55. Choi, I. (1999) Testing the random walk hypothesis for real exchange rates, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 14, pp. 293–308
56. Chow, K.V. & Denning, K.C. (1993), A simple multiple variance ratio test, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 58, pp. 385–401

57. Christensen, J. (2004), Capital Inflows, Sterilization, and Commercial Bank Speculation: The Case of the Czech Republic in the Mid-1990s, *IMF Working Paper* 04/218
58. Claessens, S., Dasgupta, S. și Glen, J. (1995), Return Behavior in Emerging Stock Markets, *World Bank Economic Review*, vol. 9, issue 1, pp. 131-151
59. Claessens, S., Dasgupta, S., și Glen, J. (1995), Return Behavior in Emerging Stock Markets, *World Bank Economic Review*, vol. 9, issue 1: 131-151
60. Clark, J. & Berko, E. (1997), Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico, Staff Report, vol. 24, Federal Reserve Bank of New York, New York
61. Cohen, B.J. (1996), Phoenix risen: the resurrection of global finance, *World Politics*, vol. 48, issue 2, pp. 268-296
62. Cooper, R. (1999), Should Capital Controls Be Banished?, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington, D.C.: Brookings Institution
63. Corsetti, G., Roubini, N. și Pesenti, P. (1999), What Caused the Asian Currency and Financial Crises, *Japan and the World Economy*, vol. 11: 305-373
64. Cottarelli, C., Dell'Araccia, G. și Vladkova-Hollar, I. (2003), Early Birds and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans, *IMF Working Paper* 03/123
65. Cristea, H., Pirtea, M., Enache, C. (2000), Determinarea situației financiare a întreprinderii, Editura Mirton, Timișoara
66. Cuñado, J. et al. (2006) Changes in the Dynamic Behavior of Emerging Market Volatility: Revisiting the Effects of Financial Liberalization, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales Universidad de Navarra, *Working Paper no.01*
67. Daianu, D., Dragulin, I., Voinea, L. și Vranceanu, R. (2002), Deschiderea contului de capital în România: Cât de mult și cât de repede, *Institutul European din România - Studii de Impact* (PAIS I), no. 2
68. Dailami, M. (2000), Managing Risks of Global Financial Market Integration, In Charles A., Litan, R. și Pomerleano, M. (eds.), *Managing Financial and Corporate Distress*, D.C.: Brookings Institution, Washington
69. De Gregorio, J., Edwards, S. și Valdes, R. (1998), Capital Controls in Chile: An Assessment, *Paper presented to the Interamerican Seminar on Macroeconomics*, Rio de Janeiro
70. DeSantis, G. & Imrohorglu, S. (1997), Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets, *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, pp. 561-579
71. Dhir, P. (2007) The Impact of Stock Market Liberalization on Emerging Equity Market Volatility, *Honors Projects*, Paper 5
72. Di Matteo, T., Aste, T. și Dacorogna, M. M. (2005), Long-term memories of developed and emerging markets: Using the scaling analysis to characterize their stage of development, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, pp. 827-851
73. Dickinson, J. P. & Muragu, K. (1994), Market Efficiency in Developing Countries: A case study of the Nairobi Stock exchange, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 21, no. 1: 133-150
74. Dooley, M.P. (1996), A Survey of the Academic Literature on Controls over International Capital Transactions, *IMF Staff Papers*, vol. 43, issue 4, p. 639-687
75. Dragota, V. & Mitrica, E. (2004), Emergent Capital Markets' Efficiency: The Case of Romania, *European Journal of Operational Research*, vol. 155, pp. 353-360
76. Drazen, A. (1989), Monetary Policy, Capital Controls and Seigniorage in an Open Economy, In Cecco, M. & Giovannini, A. (eds.), *A European Central Bank?*, Cambridge University Press, Cambridge
77. Drazen, A.I. (1997), Policy Signaling in the Open Economy: A Re-Examination, *NBER Working Paper* 5892
78. Edison, H. & Reinhart, C.M. (1999), Stopping Hot Money, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, D.C. and University of Maryland, College Park. Processed, Washington
79. Edison, H. & Warnock, F. (2003), A Simple Measure of Intensity of Capital Controls, *Journal of Empirical Finance*, vol. 10: 83-105
80. Edison, H.J. & Warnock, F.E. (2003), A simple measure of the intensity of capital controls, *Journal of Empirical Finance*, vol. 10, issue 1-2: 81- 103
81. Edwards, S. (1999), How Effective Are Capital Controls?, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, issue 4, p. 65-8
82. Edwards, S. (2001), Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?, *NBER Working Paper* 8076, Cambridge, Mass
83. Efron, B., Tibshirani, R.J., (1993), An Introduction to the Bootstrap, *Chapman and Hall*, New York
84. Eichengreen, B. & Wyplosz, C. (1993), The Unstable EMS, *Brookings Papers on Economic Activity*, D.C.: Brookings Institution, Washington

85. Eichengreen, B. (2001), Capital account liberalization: what do cross-country tell us?, *The World Bank Economic Review*, vol. 15, no. 3
86. Eichengreen, B., Musa, K., Dell' Ariccia, G., Detragiache, E., Mihesi-Ferretti, G.M. și Tweedie, A. (1998), Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects, *IMF Occasional Paper* 172
87. Engle, R.F. (1982), Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of
88. Epstein, G. & Schor, J. (1992), Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries, *Financial Openness and National Autonomy*, Clarendon Press, Oxford
89. Errunza, V. (1979), Efficiency and the Programs to Develop Capital Markets, *Journal of Banking and Finance*, vol. 3, issue 4: 355-382
90. Errunza, V. (2001), Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development, *Review of International Economics*, vol. 9, issue 4: 703-726
91. Errunza, V. și Miller, D.P. (2000), Market segmentation and the cost of capital in international equity markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35: 577-600
92. Errunza, V., Senbet, L. și Hogan, K. (1998), The pricing of country funds from emerging markets: theory and evidence, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, vol. 1: 111-143
93. Fama, E.F. (1965), The Behavior of Stock-Market Prices, *The Journal of Business*, vol. 38, no. 1: 34-105
94. Fama, E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works, *Journal of Finance*, vol. 25, issue 2: 383-417
95. Fernald, J.G. & Babson, D.B. (1999), Why Has China Survived the Asian Crisis So Well? What Risks Remain?, *International Finance Discussion Paper* 633
96. Filip, M.A., Beju, D.G., Pochea, M.M. și Ulici, M. (2011), Cost Of Capital Estimation For Major Corporations. Evidence On Best Practice, Theoretical and Applied Economics, Asociația Generală a Economisților din Romania - AGER, vol. 5, pp. 273-277
97. Fischer, S. (2003), Globalization and its challenges: Ely Lecture presented at the American Economic Association, mimeo
98. Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Macmillan, New York
99. Fondul Monetar Internațional (2001), International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues
100. Fondul Monetar Internațional (Aprilie, 2009), Global Financial Stability Report
101. Forbes, K. & Rigobon, R. (2002), No Contagion, only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements, *The Journal of Finance*, vol. 57, issue 5: 2223-2261
102. Frenkel, J.A. & Razin, A. (1996), *Fiscal Policies and Growth in the World Economy* 3d ed., Mass.: MIT Press, Cambridge
103. Froot, K.A., O'Connell, P.G.J. și Seasholes, M. S. (2001), The Portfolio Flows of International Investors, *Journal of Financial Economics*, vol. 59, issue 2: 151-194
104. Furman, J. & Stiglitz, J. (1998), Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity* 2, Washington
105. Garrett, G. & Mitchell, D. (2000), Globalization, Government Spending, and Taxation in the OECD, *European Journal of Political Research Business*, vol. 46, pp. 434-453
106. Garrett, G. (1995), Capital Mobility, Trade, and the Domestic Politics of Economic Policy, *International Organization*, vol. 49, issue 4, p. 657-687
107. Garrett, G. (1998), *Partisan Politics in the Global Economy*, Cambridge University Press, Cambridge
108. Garrett, G. (2000), Capital Mobility, Exchange Rates and Fiscal Policy in the Global Economy, *Review of International Political Economy*, vol. 7, issue 1, p. 153-170
109. Garrett, G. (2000), The causes of globalization, *Comparative Political Studies*, vol. 33, issue 6, pp. 941-991
110. Garrett, G., Guisinger, A. și Sorens, J.P. (2000), The Political Economy of Capital Account Liberalization, *Department of Political Science*, Yale University
111. Gastanaga, V.M., Nugent, J.B. și Pashamova, B. (1998), Host country reforms and FDI inflows: how much difference do they make?, *World Development*, vol. 26, issue 7, pp. 1299-1314
112. Ghosh, J. (2005), The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries, DESA Working Paper No. 4
113. Gilmore, C. G. & McManus, G. M. (2003), Random Walk and Efficiency Tests of Central European Equity Markets, *Managerial Finance*, vol. 29, no. 4, 42-61
114. Glick, R. & Hutchinson, M. (2000), Stopping 'Hot Money' or Signaling Bad Policy? Capital Controls and the Onset of Currency Crises, *Federal Reserve Bank of San Francisco and University of California*
115. Globerman, S. & Shapiro, D. (2003). Governance infrastructure and U.S. foreign direct investment, *Journal of International Business Studies*, vol. 34, pp. 19-39

116. Golub, S.S. (2003), Measures of restrictions on inward foreign direct investment for OECD countries, *OECD Economic Studies*, vol. 36, pp. 88-122
117. Granero, M.A.S., Segovia, J.E.T. și Perez, J.G. (2008), Some comments on Hurst exponent and the long memory processes on capital markets, *Physica A*, vol. 387, pp. 5543-5551
118. Griffin, J.M., Nardari, F. și Stulz, R. (2002), Daily Cross-Border Equity Flows: Pushed or Pulled?, *Working Paper*, The Ohio State University
119. Grilli, V. & Milesi-Ferretti, G.M. (1995), Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, *IMF Staff Papers*, vol. 42, issue 3, p. 517-551
120. Groenewold, N., & Ariff, M. (1998), The Effects of Deregulation on Share-Market Efficiency in the Asia-Pacific, *International Economic Journal*, vol. 12, issue 4: 23-47
121. Hamilton, J. & Lin, G. (1996), Stock Market Volatility and the Business Cycle, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 11, pp. 573-593
122. Harvey, C. R. (1995), Predictable Risk and Return in Emerging Markets, *Review of Financial Studies*, vol. 8, no. 3: 773-816
123. Hassan, K. M., Al-Sultan, W. și Al-Saleem, J. A. (2003), Stock Market Efficiency in the Gulf Cooperation Council Countries (GCC): The Case of Kuwait Stock Exchange, *Scientific Journal of Administrative Development*, vol. 1, no. 1
124. Hassan, K. M., Haque, M. și Lawrence, S. (2006), An Empirical Analysis of Emerging Stock Markets of Europe, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 45, no. 1 & 2, pp. 31-52
125. Henry, P.B. (2000), Stock market liberalization, economic reform and emerging market equity prices, *The Journal of Finance*, vol. 55, issue 2: 529-563
126. Henry, P.B. (2007), Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, *Journal of Economic Literature*, vol. 45, issue 4
127. Henry, P.B. (2007), Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?, *CDDRL Working Papers*, nr. 77
128. Huang, B. N. (1995), Do Asian stock markets follow random walks: Evidence from the variance ratio test, *Applied Financial Economics*, vol. 5, no. 4: 251-256
129. Iwata, S. & Wu, S. (2009), Stock Market Liberalization and International Risk Sharing, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 19, issue 3, pp. 461-476
130. Javorick, B.S. (2004), Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms: in search of spillovers through backward linkages, *American Economic Review*, vol. 94, issue 3, pp. 605-627
131. Jayasuriya, S. (2005), Stock market liberalization and volatility in the presence of favorable market characteristics and institutions, *Emerging Markets Review*, vol. 6, issue 2, pp. 170-191
132. Jefferis, K. & Okeahalam, C. (1999), An Event Study of the Botswana, Zimbabwe and Johannesburg Stock Exchanges, *South African Journal of Business Management*, vol. 30, pp. 131-140
133. Johnston, R.B. & Tamirisa, N.T. (1998), Why Do Countries Use Capital Controls?, *IMF Working Paper* no. WP/98/181
134. Kaminsky, G. & Reinhart, C. (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, vol. 89, issue 3: 473-500
135. Kaminsky, G.L. & Schmukler, S.L. (2003), Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, *IMF Working Paper*, 59 pages
136. Karemera, D., Ojah, K. și Cole, J. A. (1999), Random walks and market efficiency tests: Evidence from emerging equity markets, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 13, no. 2: 171-188
137. Karolyi, A. (1998), Why Do Companies List Their Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications, New York University
138. Kawakatsu, H. & Morey, M. R. (1999), Financial Liberalization and Stock Market Efficiency: An Empirical Examination of Nine Emerging Market Countries, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 9: 353-371
139. Kendall, D.G. (1953), Stochastic Processes Occurring in the Theory of Queues and their Analysis by the Method of the Imbedded Markov Chain, *Annals of Mathematical Statistics*, pp. 24, issue 3, pp. 338-354
140. Khaled, M. & Islam, A. (2005), Test of Weak-Form Efficiency of the Dhaka Stock Exchange, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, no. 7 & 8, pp. 1613-1624
141. Khambata, D. (2000), Impact of Foreign Investment on the Volatility and Growth of Emerging Stock Markets, *Multinational Business Review*, vol. 8, issue 1: 50-59
142. Kim, E. H. & Singal, V. (1993), Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry, *The American Economic Review*, vol. 83, issue 3, pp. 549 – 569

143. Kim, E. H. & Singal, V. (2000), Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies, *Journal of Business*, vol. 73, pp. 25-66
144. Kim, J.H. & Shamsuddin, A. (2008), Are Asian stock markets efficient? Evidence from new multiple variance ratio tests, *Journal of empirical finance*, vol.15, pp. 518-532
145. Klein, M. & Olivei, G. (1999), Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth, *NBER Working Paper 7384*
146. Koot, R.S. & Padmanabhan, P. (1993), Stock market liberalization and the distribution of returns on the jamaican stock market, *Global Finance Journal*, vol. 4, issue 2, pp. 171-188
147. Kraay, A. (1998), In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization, *World Bank*, Development Economics Research Group
148. Krugman, P. (1998), Saving Asia: It's Time to Get Radical, *Fortune*, Sept. 7, pp. 74-80
149. Kwan, F.B. & Reyes, M.G. (1997), Price Effects of Stock Market Liberalization in Taiwan, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 37, pp. 511-522
150. Laopodis, N. (2004), Financial market liberalization and stock market efficiency: Evidence from the Athens Stock Exchange, *Global Finance Journal*, vol. 15
151. Laurence, M., Cai, F. și Qian, S. (1997), Weak-form efficiency and causality tests in Chinese stock markets, *Multinational Finance Journal*, vol. 1, no. 4: 291-307
152. Lazăr, D. (2011), *Econometrie financiară*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj- Napoca
153. Leblang, D.A. (1997), Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World, *International Studies Quarterly*, vol. 41, issue 3, p. 435-454
154. Leblang, D.A. (1999), Domestic Political Institutions and Exchange Rate Commitments in the Developing World, *International Studies Quarterly*, vol. 43, issue 4, p. 599-620
155. Lee, J. & Strazicich, M.C. (2001), Break Point Estimation and Spurious Rejections with Endogenous Unit Root Tests, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 63, pp. 535-558
156. Lee, J. & Strazicich, M.C. (2003), Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with Two Structural Breaks, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 1082-1089
157. Lee, J. & Strazicich, M.C. (2004) Minimum LM unit root test with one structural break, *Mimeo.*
158. Levine, R. & Renelt, D. (1992), A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions, *American Economic Review*, vol. 82, issue 4, p. 942-963
159. Levine, R. & Zervos, S. (1998), Capital Control Liberalization and Stock Market Development, *World Development*, vol. 26, issue 7, p. 1169-1183
160. Levine, R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, issue 2, p. 688-726
161. Levine, R. (1999), *International Financial Liberalization and Economic Development*, University of Virginia, Department of Economics, Charlottesville
162. Lins, K., Strickland, D. și Zenner, M. (2000), Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints?, Fisher College of Business, Ohio State University
163. Lipschitz, L., Lane, T. și Mourmouras, A. (2005), Real Convergence, Capital Flows, and Monetary Policy: Notes on the European Transition Countries, *Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, International Monetary Fund
164. Lo, A.W. & MacKinlay, A.C. (1988), Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test, *The Review of Financial Studies*, vol. 1, pp. 41-66
165. Lo, A.W. & MacKinlay, A.C. (1989), The size and power variance ratio test in finite samples: a Monte Carlo investigation, *Journal of Econometrics*, vol. 40, 203-238
166. Loree, D.W & Guisinger, S.E. (1995), Policy and non-policy determinants of U.S. Equity foreign direct investment, *Journal of International Business Studies*, vol. 26, issue 2, pp. 281-300
167. Lupu, R. & Lupu, I. (2005), Competitivitatea firmelor listate la BVB folosind metoda studiului econometric de eveniment, *Revista OEconomica*, vol. 4: 137-150
168. Malkiel, B. (1992), Efficient Market Hypothesis, in Peter Newman, Murray Milgate și John Eatwell (eds.), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London
169. Mammen, E. (1993), Bootstrap and wild bootstrap for high dimensional linear models, *The Annals of Statistics*, vol. 21, 255-285
170. McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brooking Institutions, Washington DC
171. Merton, R.C. (1980), On Estimating the Expected Returns on the Market: An Exploratory Investogation, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 323-361
172. Miles, W. (2002), Financial Deregulation and Volatility in Emerging Equity Markets, *Journal of Economic Development*, vol. 27, issue 2, pp. 113-126
173. Milesi-Ferretti, G.M. (1998), Why Capital Controls? Theory and Evidence, *Positive Political Economy: Theory and Evidence*, Cambridge University Press, Cambridge

174. Miller, D.P. (1999), The market reaction to international cross-listings: evidence from Depository Receipts, *Journal of Financial Economics*, vol. 51: 103-123
175. Miller, M. H., Muthuswamy, J. și Whaley, R. E. (1994), Mean reversion of Standard and Poor's 500 index basis changes: arbitrage-induced or statistical illusion, *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 479-513
176. Mishkin, F. (2001), Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, NBER Working Paper, No. 8087
177. Mobarek, A. & Keasey, K. (2002), Weak-Form Market Efficiency of and Emerging Market: Evidence from Dhaka Stock Market of Bangladesh, [http://www.bath.ac.uk/centers/CDS/Ensbpapers/Mobarek\\_new.htm](http://www.bath.ac.uk/centers/CDS/Ensbpapers/Mobarek_new.htm)
178. Montiel, P. & Reinhart, C. (1999), Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, issue 4, p. 619-635
179. Mood, A.M. (1940), The distribution theory of runs, *Annals of Mathematical Statistics*, vol. 11, pp. 367-392
180. Moran, T.H. (1998), Foreign Direct Investment and Development: The New Policy Agenda for Developing Countries and Countries in Transition (Washington: Institute for International Economics)
181. Morisset, J. & Neso, O.L. (2002), Administrative barriers to foreign investment in developing countries, *Transnational Corporations*, vol. 11, issue 2, pp. 99-120
182. Morisset, J. & Pirnia, N. (2001), How tax policy and incentives affect foreign direct investment: a review, in *Using Tax Incentives to Compete for Foreign Investment: Are They Worth the Costs?* eds. L. T. J. Wells, N. J. Allen, J. Morisset and N. Pirnia. (Washington: Foreign Investment Advisory Service), pp. 69-108
183. Moustafa, M. A. (2004), Testing the Weak-Form Efficiency of the United Arab Emirates Stock Market, *International Journal of Business*, vol. 29, no. 3: 310-325
184. Muth, J.F. (1961), Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, vol. 29, pp. 315-335
185. Nan, A., Borza, G., **Ulici, M.** (2009), Impactul Integrării În Uniunea Europeană Asupra Agriculturii Românești, Conferința Internațională cu tema DEZVOLTARE ȘI INTEGRARE EUROPEANĂ, Sighet, 16-17 octombrie 2009
186. Neely, C.J. (1999), An Introduction to Capital Controls, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 81, issue 6, p. 13-30
187. Nelson, D. (1991), Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: a New Approach, *Econometrica*, vol. 59, 349-370
188. Nguyen, D.K. & Bellalah, M., (2008) Stock market liberalization, structural breaks and dynamic, changes in emerging market volatility, *Review of Accounting and Finance*, vol. 7, issue 4, pp. 396-411
189. Nishiotis, G.P. (2002), Investment Barriers and International Asset Pricing: Evidence from Closedend Country Funds, *Working Paper*, Tulane University, LA
190. Nistor, I. & **Ulici, M.** (2009), Impact of financial crisis over the evolution of banks from the capital market, Finance - Challenges of the Future, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 10, pp. 22-31
191. Nistor I., Pinteș M.-O, **Ulici, M.** (2009), The International Financial Crisis and the Challenges for the Romanian Capital Market, The Financial and Economic Crisis. Causes, Effects and Solutions, Editura Alma Mater, Cluj-Napoca, p. 210-216
192. Nistor, I. & **Ulici, M.** (2009), Impact of financial crisis over the companies of bet index composition, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, vol. 3, issue 1, pp. 281-287
193. Nistor, I., Pinteș, M. & **Ulici, M.** (2009), Criza financiară internațională și provocările pentru piața românească de capital, în cadrul conferinței „Criza financiară și economică - cauze, efecte, soluții”.
194. Nistor, I., **Ulici, M.** și Pinteș, M.O. (2009), The global financial crisis and its implications on the Romanian banking systems, Finance - Challenges of the Future, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 9, pp. 160-167
195. Nistor, I. & **Ulici, M.** (2009), The Financial Crisis And The Impact Over The Sectors Of Economy, Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, vol. 3, issue 1, pp. 288-293
196. Nistor, I., Pinteș, M. & **Ulici, M.** (2009), The Implications Of The Global Crisis On The Financial Performances Of The Romanian Banking System, Analele Științifice ale Universității "Alexandru Ioan Cuza" din Iași - Științe Economice, Alexandru Ioan Cuza University, Faculty of Economics and Business Administration, pp. 149-160

197. Nistor, I., **Ulici, M.** & Schiau, L.L. (2010), Impact Of Financial Crisis On Construction Firm`S Cost Of Capital, *Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics*, vol. 1, issue 2, pp. 616-622
198. Nistor, I. & **Ulici, M.** (2010), The impact of Lehman Brothers on Romanian banks listed on BVB, *Finance - Challenges of the Future*, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 12, pp. 21-28
199. Nistor, I. & **Ulici, M.** (2010), Banking crisis. Case of U.S. banks versus UK banks, *Finance - Challenges of the Future*, *Finance - Challenges of the Future*, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 11, pp. 26-34
200. Nistor, I., Ulici, M. și Schiau, L. (2010), Financial Crisis And The Impact On The Capital Markets, *Financial Trends in the Global Economy*, Editura Casa Cărții de Știință ,Cluj-Napoca, pp. 59 -70
201. Nistor, I., **Ulici, M.L.** și Gherman, M.C. (2011), Do financial liberalization affect stock market efficiency?, *Globalization and higher education in economics and business administration*, Editura Universității "Alexandru Ioan Cuza", Iași, pp. 684 - 690
202. Noorbakhsh, F., Paloni, A. și Youssef, A. (2001), Human captial and FDI flows to developing countries: new empirical evidence, *World Development*, vol. 29, issue 9, pp.1593-1610
203. Nord, R. (2003), The Liberalization of the Capital Account in Hungary: Experiences and Lessons, *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, Massachusetts: Edward Elgar, p. 195-208
204. Nunnenkamp, P. & Spatz, J. (2002), Determinants of FDI in developing countries: has globalization changed the rules of the game?, *Transnational Corporations*, vol. 11, issue 1, pp. 1-34
205. Officer, R.R. (1973), The Variability of the Market Factor of New York Stock Exchange, *Journal of*
206. Ojah, K. & Karemera, D. (1999), Random Walk and Market Efficiency Tests of Latin American Emerging Equity Markets: A Revisit, *The Financial Review*, vol. 34, no. 2: 57-72
207. Oprițescu, M., Manta, A.G., Perpelea, M. (2010), European monetary integration: between hope and fulfillment, *Finance - Challenges of the Future*, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 12, pp. 12-20
208. Oprițescu, M., Manta, A.G., Perpelea, M. (2010), Quantifying the effects of the macroeconomic variables on the loan portofolio quality for the romanian banking system using the var model, *Finance - Challenges of the Future*, University of Craiova, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 1, issue 11, pp. 14-20
209. Pagano, M. (1989), Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility, *The Review of Economic Business*, vol. 46, pp. 434-453
210. Pagano, M. (1989), Trading Volume and Asset Liquidity, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, issue 2, pp. 255-274
211. Parkinson, J. M. (1987), The EMH and CAPM on Nairobi stock Exchange, *East Africa Economy Review*, vol. 3, no. 2: 105-110
212. Patnaik, P. (2003), The humbug of finance, *In The Retreat to Unfreedom*, Tulika, New Delhi
213. Phylaktis, K. (1999), Capital Market Integration in the Pacific Basin Region: An Impulse Response Analysis, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, issue 2: 267-287
214. Poshakwale, S. (1996), Evidence on Weak Form Efficiency and Day of the Week Effect in the Indian stock Market, *Finance India*, vol. 10, no. 3: 605-616
215. Prasad, E., Rogoff, K. Wei, S. și Kose, M. (2003), Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence, Mimeo
216. Quinn, D.P. & Inlan, C. (1997), The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization, *American Journal of Political Science*, vol. 41, issue 3, p. 771-813
217. Quinn, D.P. (1997), The Correlates of Changes in International Financial Regulation, *American Political Science Review*, vol. 91, issue 3, p. 531-551
218. Quinn, D.P. (2000), Democracy and International Financial Liberalization, *McDonough School of Business*, Georgetown University
219. Reinhart, C. & Smith, R.T. (1998), Too Much of a Good Thing: The Macro- economic Effects of Taxing Capital Inflows, *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge
220. Reinhart, C.M. & Smith, T. (2002), Temporary Controls on Capital Inflows, *Journal of International Economics*, vol. 57, issue 2: 327-351
221. Richards, A.J. (2002), Big Fish in Small Ponds: The Momentum Investing and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets, *IMF Staffs Paper*, Washington DC
222. Rodrik, D. & Velasco, A. (1999), Short Term Capital Flows, *NBER Working Paper 7364*



223. Rodrik, D. (1998), Who Needs Capital-Account Convertibility?, *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance* no. 207, Princeton University Press, Princeton
224. Rossi, M. (1999), Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries: Do Capital Controls, Prudential Regulation, and Supervision Matter?, *IMF Working Paper* WP/99/66
225. Sachs, J. (1981), The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s., *Brookings Papers on Economic Activity 1*, Brookings Institution, Washington
226. Sadowska-Cieslak, E. (2003), Capital Account Liberalization in Poland, *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, p. 225-243
227. Samuelson, P. (1965), Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review*, vol. 6, pp. 41-49
228. Saucier, P., Nistor, I., Masca, S.G., Ulici, M., (2010), How Foreign Participation Impacts Companies Performance: Evidence from Romania, Conferința Internațională European Economics and Finance Society, 9th Annual Meeting of the EEFIS International Conference, cu tema "Global Imbalances, Financial Institutions, and Reforms in the Post-Crisis Era", 3 - 6 June 2010
229. Schiau, L.-L. & Ulici, M. (2009), Fiscal Policy Response During The Economic Crisis: Evidence From The Flat Tax Counties In The European Union, Conferința „Challenges Of Contemporary Knowledge-Based Economy - Third Edition”, Alba Iulia, 13-14 noiembrie 2009
230. Schwert, G.M. (1990), Stock Volatility and the Crash of '87, *Review of Financial Studies*, vol. 3, issue 1, pp. 77-102
231. Schwert, G.W. (1989), Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?, *Journal of Finance*, vol. 44, issue 5, pp. 1115-1153
232. Sentana, E. (1995), Quadratic Arch Models, *Review of Economic Studies*, vol. 62, pp. 639-661
233. Shaw, E. (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York
234. Shiller, R. J. & Grossman, S. J. (1981), The Determinants of the Variability of Stock Market Prices, *Rational Expectations in Practice*, vol. 71, issue 2, pp. 222-227
235. Shiller, R. J. (1990), Market Volatility and Investor Behavior, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 80, pp. 58-62
236. Simmons, B. & Elkins, Z. (2000), Globalization and Policy Diffusion: Explaining Three Decades of Liberalization, University of California
237. Sin, C.Y. & Leung, W.F. (2001), Impacts of FDI liberalization on investment inflows, *Applied Economic Letters*, vol. 8, pp. 253-256
238. Smith, G. & Ryoo, H. J. (2003), Variance ratio tests of the random walk hypothesis for European emerging stock markets, *The European Journal of Finance*, vol. 9, pp. 290-300
239. Smith, G., Jefferis, J. și Ryoo, H-J. (2002), African Stock Markets: Multiple Variance Ratio Tests of Random Walks, *Applied Financial Economics*, vol. 12, pp. 475-484
240. Smith, K. & Sofianos, G. (1997), The Impact of a NYSE Listing on Global Trading of Non-U.S. Stocks, *Working Paper 97-02*, New York Stock Exchange
241. Soto, C. (1997), Controles a los Movimientos de Capitales: Evaluacion Empirica del Caso Chileno, Central Bank of Chile, Santiago
242. Souza, LV (2004), Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of New EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe, Discussion paper Series 1 / Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, no. 23
243. Stiglitz, J. (2000), Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability, *World Development*, vol. 28, issue 6, p. 1075-1086
244. Stiglitz, J. E. (2002), Capital Account Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk without Reward, *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 579, pp. 219-248
245. Stiglitz, J.E. (2000), Capital market liberalization, economic growth and instability, *World Development*, vol. 28, issue 6: 1075-1086
246. Stoll, H.R. & Whaley, R.E (1990), Program Trading and Individual Stock Returns: Ingredients of the Triple-Witching Brew, *The Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 63, issue 1, pp. 165-192
247. Stoll, H.R. & Whaley, R.E. (1991), Expiration-day Effects: What has Changed?, *Financial Analysts Journal*, pp. 58-72
248. Stulz, R. (1999), International Portfolio Flows and Security Markets, In: Feldstein, M. (Eds.), *International Capital Flows*, NBER and University of Chicago Press, pp. 257-293
249. Stulz, R.M. (1995), Globalization and the Cost of Capital: The Case of Nestle, *European Financial Management*, vol. 8, issue 1, p. 30-38
250. Stulz, R.M. (2005), The Limits of Financial Globalization, *Journal of Finance*, vol. 60, issue 4

251. Swank, D. (1998), Funding the Welfare State: Globalization and the Taxation of Business in Advanced Market Economies, *Political Studies*, vol. 46, issue 4, p. 671-692
252. Tandon, K. (1994), External Financing in Emerging Economies: An Analysis of Market Responses, *World Bank*, Washington
253. Tandon, K. (1997), External Financing in Emerging Markets: An Analysis of Market Responses, *Emerging Markets Quarterly*, vol. 1, issue 2: 63-74
254. Tas, O. & Dursonoglu, S. (2005), Testing random walk hypothesis for Istanbul Stock Exchange, *International Trade and Finance Association Conference Papers Studies*, vol. 56, issue 2, pp. 269-287
255. Tauchen, G. E. & Pitts, M. (1983), The Price Variability- Volume Relationship on Speculative Markets, *Econometrica*, vol. 51, pp. 485-505
256. Taylor, C.T. (2000), The impact of host government policy on U.S. multinational investment decisions, *World Economy*, vol. 23, issue 5, pp. 635-647
257. Thiel, E. (2003), Recent Codes-Based Liberalization in the OECD, *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, p. 85-104
258. Todea, A. (2005), *Eficiența informațională a piețelor de capital*, Editura Casa Cărții de Știință, Cluj-Napoca
259. Todea, A. & Zoicaș-Ienciu A. (2008), Episodic Dependencies in Central and Eastern Europe Stock Markets, *Applied Economics Letters*, vol. 15, issue 13-15, pp. 1123-1126
260. Todea, A., Ulici, M. și Silaghi, S. (2009), Adaptive Markets Hypothesis - Evidence from Asia-Pacific Financial Markets, *The Review of Finance and Banking*, Academia de Studii Economice din București, România / Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori / Catedra de Finanțe, vol. 1, issue 1, pp. 7-13
261. Todea, A., Ulici, M. și Filip, A. (2011), Capital Account Liberalization in Romania, 18th International Economic Conference – IECS 2011 intitulată “Crises after the crisis. Inquiries from a national, european and global perspective”, Sibiu, 19-20 mai 2011
262. Trevino, L.J., Daniels, J.D. și Arbelaez, H. (2002), Market reform and FDI in Latin America: an empirical investigation, *Transnational Corporations*, vol. 11, issue 1, pp. 30-48
263. Truong, D.L., Lanjouw, G. și Lensink, R. (2008), Stock-market efficiency in thin trading markets: The case of the Vietnamese stock market, *Applied Economics*, vol. 42, issue 27, pp. 3519-3532
264. UK Inflation, *Econometrica*, vol. 50, pp. 987-1008
265. Ulici, M.L., Popa, A.D și Mutu, S. (2011), Impact of capital account liberalization on gross domestic product, Globalization and higher education in economics and business administration, Editura Universității “Alexandru Ioan Cuza”, Iași, pp. 727 - 736
266. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2003), *World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and International Perspectives* (New York and Geneva: United Nations)
267. Urrutia, J. L. (1995), Tests of random walk and market efficiency, *Journal of Financial Research*, vol. 18, pp. 299-309
268. Valdes-Prieto, S. & Soto, M. (1998), The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile, *Empirica*, vol. 25, issue 2, p. 133-164
269. Williamson, J. & Mahar, M. (1998), A Survey of Financial Liberalization, *International Finance 211*, Princeton University, Princeton N.J.
270. Williamson, J. (2000), What should the World Bank think about the Washington Consensus, *The World Bank Research Observer*, vol. 15, issue 2, pp. 251-264
271. Wint, A.G. (1992), Liberalizing foreign direct investment regimes: the vestigial screen, *World Development*, vol. 20, issue 10, pp. 1515-1529
272. Wright, J.H. (2000), Alternative variance-ratio tests using ranks and signs, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 18, pp. 1-9
273. Wyplosz, C. (1999), Financial Restraints and Liberalization in Postwar Europe, *Graduate Institute of International Studies*, Geneva
274. Zivot, E. & Andrews, D.W.K. (1992), Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 10, No. 3: 251-270

### Bibliografie electronică

1. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
2. <http://english.mnb.hu/arfolyam-lekerdezes>
3. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
4. <http://www.bank.lv/en/monetary-policy/exchange-rate-policy/overview-of-exchange-rates>
5. <http://www.bsi.si/en/financial-data.asp?MapaId=810>

6. [http://www.cnb.cz/miranda2/m2/en/financial\\_markets/foreign\\_exchange\\_market/exchange\\_rate\\_fixing/selected\\_form.jsp?error=no\\_data&month=0&year=1998&code=EUR&format=xls](http://www.cnb.cz/miranda2/m2/en/financial_markets/foreign_exchange_market/exchange_rate_fixing/selected_form.jsp?error=no_data&month=0&year=1998&code=EUR&format=xls)
7. <http://www.lb.lt/exchange/HResults.asp?Lang=E&id=20334&ord=1&dir=ASC&MB=1&DB=1&YB=1993&M=6&D=29&Y=2011&Cid=XEU&vykdyti=Submit&S=csv&x=7458>
8. <http://www.nbp.pl/homen.aspx?c=/ascx/archen.ascx>
9. <http://www.stat.si/eng/index.asp>
10. [www.bnr.ro](http://www.bnr.ro)
11. [www.imf.org](http://www.imf.org)