

Universitatea Babeș Bolyai Cluj-Napoca
Școala Doctorală Științe Economice și Gestiunea Afacerilor
Domeniul Economie și Afaceri Internaționale

TEZĂ DE DOCTORAT

Politica monetară a Chinei în mileniul III

Rezumat

Conducător de doctorat:

Prof. univ. dr. Ciobanu Gheorghe

Doctorand:

Manța (Șarlea) Mihaela

~Cluj-Napoca, 2015~

Structura tezei de doctorat

Introducere

Capitolul 1. Politica monetară la nivel internațional - concepte, politici, forme

- 1.1. Necesitatea unui Sistem Monetar Internațional - istoria sistemelor monetare până la Bretton Woods
- 1.2. Rolul și importanța monedei de-a lungul timpului pentru politica monetară
- 1.3. Bretton Woods și rolul jucat de SUA și Marea Britanie în conturarea SMI
- 1.4. Efectele demonetizării aurului și a generalizării cursului de piață – Kingston 1976
- 1.5. Efectele evoluției principalelor zone economice ale lumii asupra formării componentei monetare internaționale astăzi
 - 1.5.1. Evoluția și rolul zonei euro în SMI astăzi
 - 1.5.2. Evoluția și rolul Japoniei în SMI astăzi
 - 1.5.3. Evoluția și rolul Chinei și al renminbiului în Sistemul Monetar Internațional
 - 1.5.4. Rolul Fondului Monetar Internațional și a Băncii Mondiale pentru Sistemul Monetar Internațional astăzi
- 1.6. Tendințe contemporane în reforma SMI
 - 1.6.1. Sistemul Monetar Internațional după 2007
 - 1.6.2. Sistemul monetar internațional astăzi
- 1.7. Către un sistem monetar internațional stabil- efectele țintirii inflației ca și pârghie a politicii monetare

Capitolul 2. Analiza politicii monetare a Chinei din prisma politicilor economice interne

- 2.1. Rolul Băncii Centrale a Chinei (BCC) și a politicii monetare
- 2.2. Considerații privind politicile monetare a Chinei
 - 2.2.1. Mecanismul de transmisie a politicii monetare
 - 2.2.2. Obiective ale politicii monetare în China
- 2.3. Instrumente de politică monetară
 - 2.3.1. Instrumente cantitative
 - 2.3.2. Instrumente calitative

Capitolul 3. Efectele politicii monetare și a politicilor economice specifice ale Chinei la nivel extern

- 3.1. Planurile de creștere economică și efectele lor
 - 3.1.1. Impactul creditelor neperformante
 - 3.1.2. Eficiența politicii monetare a Chinei analizată prin prisma modelului Mundell-Fleming, Triunghiul incompatibilităților

3.2. Rolul și importanța ratei de economisire în China

3.2.1. Rata de economisire a gospodăriilor

3.2.2. Rata de economisire a corporațiilor

3.2.3. Rata de economisire guvernamentală

3.2.4. Analiza perspectivelor ratei de economisire viitoare a Chinei din perspectiva evoluției inflației

3.3. Rolul consumului

3.4. Rolul ratei de economisire și al balanței de plăți în amplificarea dezechilibrelor macroeconomice a Chinei

3.5. Rolul regimului de schimb valutar în conturarea relațiilor Chinei cu terții

3.5.1. Analiza relației dintre China și Rusia

3.5.2. Analiza relației China - SUA

3.5.3. Perspective internaționale ale renminbi-ului

Capitolul 4. Analiza econometrică a principalilor factori care influențează piața monetară din China

4.1. Prezentarea conceptelor determinante ale ratei inflației

4.2. Analiza seriilor de timp - factori determinanți ai inflației din Danemarca

4.2.1. Modelarea seriilor de timp prin regresii simple

4.2.2. Modelarea seriilor de timp prin regresii liniare multiple

4.3. Analiza seriilor de timp - factori determinanți ai inflației din SUA

4.3.1. Modelarea seriilor de timp prin regresii simple

4.3.2 Modelarea seriilor de timp prin regresii liniare multiple

4.4. Analiza seriilor de timp - factori determinanți ai inflației din China

4.4.1. Modelarea seriilor de timp prin regresii simple

4.4.2. Modelarea seriilor de timp prin regresii lineare multiple

4.4. 3. Estimarea inflației din China prin modelarea seriilor de timp

Concluzii

Bibliografie

Lista abrevierilor

Lista figurilor

Lista graficelor

Lista tabelor

Cuvinte cheie: Rolul politicii monetare în cadrul politicilor economice, stabilitatea financiară, instrumente de politică monetară, stabilitatea monedei și a cursului de schimb, modelarea seriilor de timp, regresii liniare simple și multiple.

Introducere

Tema tezei cu titlul "Politica monetară a Chinei în mileniul III" a fost aleasă din mai multe motive, printre acestea numărându-se și determinarea și dorința personală de a demonstra că o economie ca cea a Chinei, prin creșterea economică impresionantă, are elemente care pot schimba gândirea și percepția asupra politicilor monetare și a rolului pe care acestea îl pot juca într-o lume globalizată. **Alegerea temei de cercetare** a avut la bază unicitatea modelelor de creștere economică a Chinei și provocarea pe care considerăm că o presupune încercarea de modernizare a sistemului financiar intern. În realizarea demersurilor noastre am plecat de la ideea că, indiferent de pârghiile și instrumentele de politică monetară alese, îndeplinirea obiectivului de politică monetară rămâne în final de a contribui la creșterea economică. Însă, modul în care politica monetară îndeplinește obiectivul final produce efecte atât la nivel național cât și internațional. Mirajul creșterii economice a Chinei a constituit bazele pentru o cercetare menită să identifice elementele care au stat la baza acestui "miracol economic chinez" cum l-am numit într-o cercetare anterioară [145A]. De aici, interesul înspre politicile economice care au dus la această dezvoltare a fost tot mai mare. Îndreptarea atenției înspre analiza politicii monetare s-a datorat în bună parte importanței și rolului pe care politica monetară îl are în conturarea principiilor de guvernare a economiei. Politica cursului de schimb care a stat la baza numeroaselor controverse legate de economia Chinei a fost un alt motiv pentru a alege analiza politicii monetare. Criza economică financiară recentă cu elementele sale specifice și importanța elementului de contagiune a stat din nou la baza acestui interes de a aprofunda subiectul într-o analiză a întregului sistem monetar internațional și a evoluției instrumentelor de politică monetară de-a lungul timpului. Evoluția economiei Chinei și a majorității economiilor dezvoltate și în curs de dezvoltare a prezentat de-a lungul timpului o dinamică impresionantă la diverse evenimente mondiale de natura economică, politică, militară. Aceste evenimente au produs efecte asupra cursului de schimb, a nivelului prețurilor, a producției și în final la nivelul competitivității la nivel de țară. Cea mai importantă politică economică cu factor de răspuns la toate aceste perturbații a fost politica monetară. Mai mulți economiști [44B] consideră că, economia chineză a devenit una cu greutate mare în spațiul global prin faptul că contribuie la realizarea PIB-ului mondial cu 15%, astfel că, orice eveniment local are repercursiune la nivel global prin efectul de contagiune. Presiunilor internaționale pentru reducerea surplusurilor externe și tendința Chinei de injecta lichidități ca și răspuns la încetinirea creșterii economice de după jumătatea

anului 2015, duce la crearea unei bule speculative cu efecte la nivelul tuturor statelor. Timp de mai bine de un deceniu, producătorii de materii prime au încercat să satisfacă cererea mare venită din China ca urmare a creșterii economice impresionante. Odată cu publicarea datelor statistice în China referitoare la producția industrială, temerile de încetinire a creșterii economice au alimentat ideile cu privire la supraproducție care ar putea submina inclusiv eficiența politicii monetare [46B].

Indiferent de doctrinele economice din care făceau parte, marii economiști ai lumii au evidențiat rolul jucat de politica monetară în cadrul politicilor economice ale unui stat de-a lungul timpului. Ca urmare, discuțiile cu privire la rolul statului în economie și implicit la gradul de implicare al acestuia în elaborarea politicii monetare a fost amplu dezbătut. Ultimii ani însă au adus în discuție tot mai mult necesitatea unei politici monetare independente. De aici și ideea conform căreia o Bancă Centrală independentă creează cadrul instituțional adecvat de conducere și implementare a politicii monetare. Menținerea unui nivel controlat și stabil al prețurilor în vederea obținerii creșterii economice a devenit principalul scop al politicii monetare în majoritatea statelor lumii. „Situția în care inflația este joasă și stabilă astfel încât nu mai exercită un efect material asupra deciziilor economice ale publicului este o condiție esențială pentru creșterea bunăstării și a potențialului de creștere a economiei”¹.

Aceste condiții fiind îndeplinite, celelalte politici economice au baza instituțională necesară de a interveni și aplica reformele necesare reducerii șomajului și creșterii nivelului de trai.

Pornind de la aceste elemente, **scopul** acestei teze de doctorat este analiza politicilor economice interne ale Chinei, deținătoarea unui parcurs economic care a impresionat de-a lungul anilor prin rezultatele economice. Concret, scopul este analiza politicii monetare a Chinei și a rolului pe care aceasta l-a avut în conturarea progresului economic precum și efectele produse la nivel intern și extern.

În analiza noastră am pornit de la ideea conform căreia politica monetară a unui stat deține toate armele necesare pentru a governa și ghida mersul unei economii înspre atingerea unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Premisa noastră pe baza analizei economiei chineze este aceea că, un model de creștere economică care nu este sănătos crează o spirală periculoasă care poate afecta toate economiile lumii prin mecanismele de transmisie a politicii monetare. Problematika politicii monetare și a importanței pe care aceasta îl are în

¹ Antohi D. Politica monetară și moneda. *Seminarul masa monetară și inflația. Teorie și practică*, București, 2012, p4

determinarea creșterii economice a unui stat a fost amplu dezbătută de-a lungul timpului sub diferite forme și concepte, în funcție de orientările doctrinare ale cercetărilor. În lucrarea noastră am pus accent pe identificarea și analiza instrumentelor pe care politica monetară a fiecărui stat le poate aplica pentru atingerea scopului final în funcție de specificațiile propriei economii. Astfel, în analiza întreprinsă am pornit de la studiile unor economiști precum Friedman, Eichengreen, Modigliani, Bernake, Carol, Lardy care, în cercetările lor au demonstrat importanța și rolul politicii monetare într-un stat. Plecând de la aceste concepte, analizând problematica politicii monetare la nivelul Chinei și apelând la bazele de date puse la dispoziție de Fondul Monetar Internațional, Banca Mondială, Banca Națională a Chinei, Bloomberg, precum și alte baze de date internaționale de statistică, am analizat din punct de vedere empiric, utilizând programul Matlab, rolul și importanța unor variabile macroeconomice pentru îndeplinirea obiectivului final al politicii monetare. Pentru a putea duce la bun sfârșit scopul propus în această teză și pentru a putea atinge obiectivele asumate, în cercetarea noastră am utilizat o serie de metode specifice cercetării științifice în domeniul economic. Dintre acestea putem aminti: observarea statistică, analiza corelațiilor, analiza conceptuală, cea istorică și cea logică. Totodată, am analizat indicatorii și prin prisma metodei cantitative și calitative, iar, în vederea implementării modelării matematico-economice, am utilizat programul Matlab.

În vederea realizării analizei noastre, ne-am propus o serie de obiective menite să creeze bazele necesare obținerii unor obiective viabile pentru susținerea scopului menționat. Un prim obiectiv a fost identificarea *rolului pe care politica monetară și sistemul monetar internațional l-au jucat de-a lungul timpului* pentru economiile lumii. În acest sens, am realizat o analiză a SMI de-a lungul anilor cu un accent asupra principalelor critici aduse. Am realizat astfel o analiză a principalelor evenimente care au marcat SMI, de la sistemele monetare bazate pe etalonul aur până la căderea Bretton Woods, la episoadele de inflație excesivă, la evoluția instrumentelor de politică monetară folosite în cadrul diverselor sisteme monetare de-a lungul timpului. De asemenea am analizat și rolul pe care instituțiile monetare îl pot juca în ajutarea implementării reformelor de salvare a unei economii în zilele noastre.

Un al doilea obiectiv a fost identificarea *importanței mecanismului de transmisie a politicii monetare* cu particularizare pe China și rolul pe care politicile economice interne ale unui stat influențează economia. Am analizat astfel rolul pe care politica monetară expansionistă practică de China produce efecte atât la nivelul economiei interne cât și externe. Astfel, am

ajuns la conturarea celui de-al treilea obiectiv, identificarea *principalelor efecte economice la nivel extern* pe care politicile economice interne ale Chinei le-a produs.

Ultimul obiectiv considerat a fost *demonstrarea econometrică a variabilelor care influențează inflația*. Am avut în vedere principalele elemente considerate cheie în politicile economice specifice ale Chinei, cele care au avut un rol determinant în conturarea economiei de astăzi: masa monetară, consumul, rata de economisire și cursul de schimb.

Încă din cele mai vechi timpuri, politica monetară a unui stat a jucat poate cel mai important rol în conturarea și ghidarea mersului unei economii. Putem afirma cu încredere că politica monetară deține cel mai important rol între politicile economice ale unui stat deoarece deține instrumentele necesare pentru a ghida mersul unei economii într-un sens sau altul. Deși aici poate fi interpretat și discutat gradul de independență a unei politici monetare în diferite state, indiscutabil rămâne însă faptul că politica monetară deține armele de ghidare directă sau indirectă a economiei. Fie că vorbim de măsuri și instrumente directe sau măsuri indirecte de tipul "widow guidance" spre exemplu, politica monetară conduce mersul economiei înspre un mediu de expansiune sau mai degrabă restrictiv deoarece prin intermediul acesteia, Banca Centrală acționează asupra cererii și ofertei de monedă din economie.

De-a lungul timpului s-a discutat tot mai mult despre fenomenul globalizării, de importanța și de necesitatea uniformizării politicilor economice și monetare în toate statele lumii pentru atingerea unor forme de colaborare benefică pentru toți participanții la comerțul internațional. În urma cercetărilor întreprinse, putem spune că politicile monetare ale țărilor care compun Sistemul Monetar Internațional astăzi sunt caracterizate de trei mari strategii monetare și anume: țintirea agregatelor monetare, țintirea cursului de schimb și țintirea inflației, cu un accent preponderent înspre ultimele două. Pe termen lung, majoritatea economiștilor susțin ideea că stabilitatea prețurilor ar trebui să fie principalul obiectiv al politicii monetare, după cum afirma și Bernake "Stabilitatea prețurilor este atât un scop în sine, cât și un mijloc pentru politica monetară, întrucât contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și la stabilitatea macroeconomică"². Adoptarea ca și strategie sau regim monetar a politicii de țintire a inflației la o scară tot mai largă vine și ca urmare a rolului deținut de informație în noul SMI. Așteptările cu privire la inflație, enunțarea clară a nivelului acesteia, transparența politicilor implementate devin elemente la care toți participanții pe piața financiară se pot raporta. Transparența politicilor implementate de Banca Centrală devine astfel practic o

² Bernake B. The benefits of price stability, *Princeton University speech*, New Jersey 2006

obligație, dar poate fi și un beneficiu pentru instituțiile și agenții economici deoarece există un obiectiv palpabil la care se pot raporta și își pot ghida politicile interne de dezvoltare.

Primul capitol al acestei teze tratează Sistemul Monetar Internațional timp de un secol cu transformările prin care a trecut. De la principiile care guvernau SMI de la Bretton Woods până la cele care ghidează SMI astăzi prin analiza vulnerabilității financiare internaționale, a contagiunii crizelor economice, dar și necesitatea modernizării acestui sistem. Crearea unui SMI performant sub egida globalizării tot mai discutate în ultimii ani presupune înțelegerea și analiza tuturor elementelor care compun acest sistem. De la piețele valutare, la cele de capital, a instituțiilor care stau la baza intermedierei relațiilor economice și financiar - monetare până la instrumentele utilizate și membrii participanți, toate devin elemente cruciale componente ale SMI care vor influența dezvoltarea economică pe termen lung. Având în vedere aceste elemente, am considerat de o importanță majoră analiza principalelor probleme cu care se confruntă SMI și identificarea provocărilor la care acesta trebuie să răspundă pentru a deveni cu adevărat internațional și global. Pentru realizarea unei adevărate reforme a SMI și a-l angrena în totalitate în mrejele unei globalizări așteptate, considerăm că acesta trebuie tratat și analizat ca și o formă de expresie a colaborării economice dintre statele lumii și nu ca o formă de subminare a sistemelor monetare naționale a fiecărui stat.

Gândit la început ca și o formă de colaborare care să traseze principiile și regulile de cooperare la nivel financiar, monetar, economic, SMI a evoluat, putând deveni în timp piatra de temelie a unei globalizări tot mai așteptate. Premisa noastră este că noul SMI trebuie clădit pe ideea de egalitate între state și pentru aceasta este necesară eliminarea volatilității cursurilor de schimb. De asemenea trebuie oprite manipulările asupra cursului monedelor naționale pentru atingerea de foloase economice proprii în detrimentul partenerilor comerciali. Conceptul de SMI performant propus trebuie tratat ca și un obiectiv mai presus de propriile interese economice de către statele lumii, un obiectiv îndreptat mai mult înspre atingerea unui echilibru financiar-monetar capabil să anticipeze eventualele crize economice. Efectul de contagiune observat în urma crizei economice de la sfârșitul anului 2008 a întărit această idee și totodată a dus la necesitatea modernizării organismelor de gestiune ca FMI și Banca Mondială. Acestea trebuie să aibă un răspuns cu privire la politicile monetare aplicabile unor reforme menite să asigure stabilitatea economică și financiară pe termen lung. Mai mult, această criză economică a reliefat necesitatea regândirii principiilor politicii macroeconomice și a celei monetare.

Pornind de la primul mecanism de transmisie monetară a lui Keynes, modelul IS-LM (masă monetară - rata dobânzii – investiții - activitatea economică), în **capitolul II** am urmărit mecanismele de transmisie a politicii monetare cu efecte aplicate la nivelul unei economii ca cea a Chinei. Am observat că principalul element al mecanismului de transmisie a politicii monetare identificat în majoritatea statelor, cel al ratei dobânzii nu este atât de important în a ghida mersul economiei Chinei. Acest lucru se datorează particularităților economiei chineze. Am identificat mai multe elemente care contribuie la eficiența sau ineficiența unui canal de transmisie a politicii monetare într-un stat, în funcție de politicile economice interne ale acestuia.

Având în vedere această unicitate identificată a politicilor economice interne ale Chinei am împărțit analiza în identificarea impactului pe care aceste politici economice interne ale Chinei le are asupra economiei la nivel intern dar și externe ca urmare a deschiderii economiei.

Astfel, în **capitolul III** am identificat efectele pe care politicile economice interne le produc asupra relațiilor externe ale Chinei și modul în care acestea se răsfrâng asupra economiilor lumii. Aceste politici, în contextul unei economii deschise și tot mai angrenate în mecanismele SMI și de ce nu a globalizării vor avea efecte directe asupra economiilor principalilor parteneri de comerț întâi, apoi asupra celorlați participanți la comerțul internațional ca urmare a efectului de domino. Pe lângă aceste lucruri, politicile economice interne vor ghida atât conștient cât și inconștient legăturile pe care China le va lega cu partenerii de comerț internațional. Astfel, am analizat relația și atitudinea Chinei față de principalii parteneri comerciali: un partener, din punct de vedere al importanței la nivel politic, militar și al resurselor, Rusia și un partener din prisma dependenței de moneda lor națională și al comerțului, SUA. Am observat că pentru o țară care dorește cel puțin la nivelul declarativ o îndepărtare de moneda SUA, China, ca urmare a susținerii monedei proprii promovează însă statutul de supremație pe care îl deține dolarul pe piețele internaționale. Datorită rezervelor valutare impresionante, mai mari decât PIB-ul multor state aflate în curs de dezvoltare, China a dovedit că are resursele necesare pentru a își susține moneda. Obiectivul final este însă de a promova Yuanul ca și monedă de rezervă a lumii, iar ca și pas intermediar moneda Chinei trebuie să fie inclusă întâi în coșul de valute care compun DST.

Așa cum am observat, principiul și obiectivul final care trebuie urmărit de politică monetară este obținerea stabilității prețurilor și a mediului financiar în final.

Astfel, în **capitolul IV**, o să punem accent pe elementele care pot influența nivelul inflației într-un stat, pornind de la elementele identificate ca și factori determinanți și specifici ai politicii economice și monetare a Chinei: masa monetară, nivelul consumului, rata de economisire și cursul de schimb.

În acest capitol, plecând de la identificarea elementelor care pot influența nivelul inflației am analizat comparativ trei economii deschise din trei zone diferite: Asia, America și Europa. Scopul analizei a fost testarea eficacității politicii monetare în aceste state și identificarea principiilor care pot fi aplicate la nivel regional și apoi mondial în contextul globalizării. Am pus bazele unui model econometric în Matlab pentru a testa modul în care anumite variabile macroeconomice importante în conturarea creșterii economice ale unui stat își dovedesc validitatea pe diverse state.

Prin concluziile formulate pe baza analizelor întreprinse, dorim să oferim răspunsuri cu privire la rolul politicii monetare într-un stat ca cel al Chinei, la capacitatea acesteia de a răspunde provocărilor unei lumi moderne, deschise. Instrumentele politicii monetare trebuie adaptate unui SMI modern, bazat pe principiul promovării colaborării între state pentru a obține în final aceleași obiective: un model de creștere economică sustenabilă pe termen lung, și stabilitatea prețurilor. Eficacitatea și eficiența politicii monetare a unui stat ca cel al Chinei poate demonstra sau infirma ”sănătatea” modelului de creștere economică din anii precedenți. Misiunea finală a BCC și a politicii monetare a Chinei devine de a realiza trecerea de la o economie bazată pe export și industrializare la una bazată pe consum intern și bunăstare [41B]. Noul model propune și o îndepărtare de consumul intens de materii prime. Pe baza concluziilor și propunerilor de cercetare viitoare vom prezenta o serie de argumente pertinente care să contureze o radiografie obiectivă cu privire la realitățile sistemului monetar și economic din China, corelat în permanență cu cele mai mari economii ale lumii care și-au dovedit viabilitatea modelului de creștere economică în decursul anilor.

Sinteza capitolelor cuprinse în teza de doctorat

Sinteza capitolului I- Politica monetară la nivel internațional - concepte, politici, forme

La nivel mondial, politica monetară a cunoscut numeroase schimbări atât la nivelul importanței acesteia în cadrul politicilor economice ale statului, la nivelul instrumentelor avute la dispoziție, cât și al obiectivelor propuse sau chiar la nivelul autonomiei acesteia. Rolul politicii în cadrul Sistemului Monetar Internațional a evoluat de-a lungul timpului, instrumentele de politică monetară folosite în timpul monometalismului și bimetalismului au evoluat considerabil până în zilele noastre, după căderea sistemului de la Bretton Woods și până la criza economică recentă.

În acest prim capitol am evidențiat faptul că, pentru un SMI modern, performant și angrenat într-un proces de globalizare, este necesară o formă de colaborare între state, iar politica monetară a fiecărui stat să fie concentrată înspre atingerea stabilității mediului financiar intern în conformitate cu principiile internaționale și instrumentele folosite să nu afecteze indirect obiectivele economice ale celorlalte state. Politica monetară a fiecărui stat trebuie să asigure stabilitatea prețurilor și a mediului financiar pentru a contribui la asigurarea unui model de creștere economică sustenabil, fără a afecta interesele celorlalte state. În acest sens, evitarea manipulării cursului proprii monede și a volatilității cursului de schimb trebuie evitată.

Scopul capitolului I este de a oferi o imagine cât mai clară asupra elementelor componente ale SMI astăzi de la piețele valutare, la cele de capital, a instituțiilor care stau la baza intermediarii relațiilor economice și financiar-monetare până la rolul și importanța instrumentelor de politică monetară.

Importanța răspunsului rapid al politicii monetare prin adoptarea celor mai adecvate instrumente pentru a răspunde la diverselor turbulențe de pe piețele naționale sau internaționale a fost tot mai conștientizată de-a lungul timpului. Iar acest lucru a fost evidențiat încă din perioada bimetalismului și al monometalismului. În perioada acestor sisteme monetare, obiectivul politicii monetare era de a asigura cantitatea necesară de metale prețioase la nivel intern și internațional. Atâta timp cât necesarul era asigurat, politica monetară putea să se adreseze și altor obiective cum ar fi prevenirea unor crize, gestionarea panicii sau chiar să extindă baza monetară în caz de nevoie.

Nivelul ridicat al inflației după anii de după Primul Război Mondial și Marea Depresiune din anii 1929-1933 a adus în discuție noi atribuții pe care politica monetară ar trebui să le aibă. Pericolul bulelor speculative, al supraproducției, dar și al riscului sistemic de propagandă a fost dovedit în timpul Marii Depresiuni iar măsurile rapide de politică monetară pentru a stopa creșterea prețului acțiunilor și a restrânge lichiditatea de pe piață sunt cele mai importante pentru restabilirea echilibrului pe plan național și internațional.

Astfel, stabilitatea pieței financiare a fost mereu un obiectiv de politică monetară datorită instrumentelor deținute pentru a acționa pe această piață, indiferent de perioada analizată.

Pentru a putea vorbi de o politică monetară adaptată la schimbările presupuse de mileniul III, trebuie adoptate mai multe măsuri pentru modernizarea sistemului monetar internațional. Aici putem menționa creșterea eficienței mecanismului de reacție la crizele economice și a capacității de anticipare a acestora. Acest lucru se poate realiza prin menținerea datoriei publice și a deficitelor externe la un nivel optim stabilit pentru a duce la reducerea dezechilibrelor externe și a competitivității țărilor. Mai putem adăuga măsuri de creștere a încrederii tuturor statelor aflate în curs de dezvoltare sau subdezvoltate în FMI și Banca Mondială prin inițierea unor metode de asistare mai performante, implementarea unor reforme pe termen lung prioritare față de cele pe termen scurt sau mediu care se bazează de regulă pe măsuri de austeritate. Reducerea volatilității cursurilor de schimb prin diminuarea riscului valutar și a interesului pentru speculațiile financiare atât de intense în prezent poate reprezenta viitorul unui sistem monetar performant. Evitarea folosirii subevaluării/supraevaluării monedei naționale pentru a obține avantaje economice proprii ar trebui să reprezinte una din principalele obiective ale unui sistem monetar modern

Considerăm că aceste dezechilibre la nivelul cursurilor de schimb vor continua datorită situației internaționale la nivelul schimburilor - piața financiară fiind receptivă la evenimentele politice, militare de pe glob. Mai mult, politicile naționale ale statelor vor facilita pe termen scurt atacurile speculative asupra monedei. Astfel, incertitudinile de astăzi din economia Greciei atrage o atenție sporită a speculatorilor de pe piața valutară cu privire la cursul euro. Prețul scăzut al petrolului la nivel internațional, presiunile militare în statele producătoare de petrol și așteptările de creștere a dobânzii de politică monetară de către Banca Centrală a SUA duce la atacuri speculative la adresa dolarului.

Analizând toate aceste probleme semnalate, considerăm că anumite soluții pot fi luate pentru a contribui la crearea unui Sistem Monetar Internațional performant:

- reducerea dezechilibrelor comerciale dintre state;
- reducerea dependenței SUA față de China în ceea ce privește împrumuturile. Acest lucru s-ar putea realiza prin impulsivitatea creșterii ratei de economisire a SUA;
- eliminarea dezechilibrelor structurale între aceste state - menținerea deficitului bugetar și a datoriei publice la un nivel limită;
- metode de reducere a rezervelor de lichidități internaționale și a nivelului mare de lichiditate a activelor financiare. Ritmul alarmant de creștere a rezervelor internaționale duce la reducerea eficacității politicii monetare și chiar la reducerea funcției de mijloc de schimb al banilor³.

³ Horsefield JK. *The International Monetary Fund, 1945-1965*. Vol 3, documents. Washington: IMF, 1969

Sinteza capitolului II- Analiza politicii monetare a Chinei din prisma politicilor economice interne

În capitolul al II-lea am pus accent pe analiza politicii monetare a Chinei în strânsă legătură cu politicile economice interne. Această analiză a fost necesară pentru a putea formula propuneri pertinente cu privire la viitorul politicii monetare a Chinei și măsurile pe care le considerăm necesare a fi adoptate pentru a putea asista la dezvoltarea unui sistem financiar modern în China.

Obiectivul final al politicii monetare reprezintă scopul final al politicii monetare, cuantificabil și făcut public. Acesta poate fi:

- stabilitatea prețurilor;
- stimularea creșterii economice;
- reducerea ratei șomajului;
- stabilitatea sistemului financiar

Obiectivul politicii monetare din China este de a stimula creșterea economică prin menținerea stabilității monedei și a prețurilor. În urma cercetărilor efectuate, putem spune că principalele instrumente folosite de politica monetară în China au fost cele directe de creștere a agregatelor monetare și cele indirecte, de control al nivelului de lichiditate de pe piață:

- instrumente prin care Banca Centrală injectează lichidități sau retrage excesul de lichiditate de pe piață (operațiuni de open market, de refinanțare, avansuri pentru trezorie sau bănci, rezervele obligatorii obișnuite și cele asupra creditelor/depozitelor);
- instrumente care afectează direct bilanțul instituțiilor financiare (plafonul creditului, stabilirea unui raport între fonduri proprii/credite, controlul emisiunii de titluri pe piață financiară, stabilirea unor rate ale dobânzii debitoare/creditoare, anunțarea unui portofoliu minim de titluri financiare).

Folosirea rezervelor minime obligatorii și al operațiunilor de open market au permis un control asupra nivelului lichidității de pe piață pentru a asigura în același timp și stabilitatea mediului financiar. Scăderea dobânzii de referință pentru a crește infuzia de lichiditate de pe piață a fost folosită recent în condițiile scăderii creșterii economice și a rezultatelor negative înregistrate de principala bursă de la Shanghai din 2015. Având în vedere scăderii lipsei de încredere a investitorilor de pe piața financiară în lumina acestor evenimente, instrumentele de open market operation și rezervele minime obligatorii nu s-au dovedit suficiente pentru a redresa mediul financiar.

Folosirea operațiunilor de open market a fost amplu dezbătută în special rolul lor în scopul asigurării stabilității financiare. Au fost multe discuții de-a lungul timpului privind folosirea excesivă a acestora și modul în care ar putea afecta stabilitatea financiară și stabilitatea prețurilor. În momentul de față, considerăm că pentru China folosirea acestor tipuri de operațiuni pentru controlul nivelului lichidității de pe piață reprezintă un pas înainte înspre dezvoltarea sistemului financiar și o diversificare a instrumentelor de politică monetară folosite. Aceste operațiuni conduc la o optimizare a alocării fondurilor prin urmare contribuie la îmbunătățirea portofoliilor bancare astfel că, pe termen scurt aceste operațiuni sunt eficiente în cazul Chinei în contextul nivelului mare de rezerve în dolari deținute de China. Mai mult, după cum am analizat mai sus, cercetările efectuate la nivelul masei monetare din China au dovedit importanța menținerii acesteia la nivelul țintei stabilite pentru a evita presiuni inflaționiste. Acest lucru dovedește din nou rolul acestor operațiuni de open market pe termen scurt. Rapiditatea de implementare rămâne încă un atu în condițiile lipsei de autonomie totală a Băncii Centrale a Chinei (BCC). Rămâne însă de discutat cât de eficiente sunt acestea pe termen lung. După cum am afirmat, considerăm că folosirea ratei dobânzii pentru a controla nivelul lichidității pe piață este mai eficientă pe termen lung.

În urma cercetărilor efectuate pe mecanismul politicii monetare din China considerăm că pentru atingerea unei politici monetare eficiente, este nevoie de o independență mai mare acordată BCC pentru a implementa politica monetară. Astfel, BCC ar avea la dispoziție toate măsurile necesare pentru a interveni la timp pentru a ghida mersul politicii monetare și a răspunde la șocuri pentru a începle obiectivul final. Deși am mizat pe creșterea importanței ratei dobânzii și folosirea acesteia ca și obiectiv operațional, măsurile de window guidance sunt pe termen scurt însă cea mai rapidă soluție pentru a controla nivelul lichidității pe piață însoțite de rezervele minime obligatorii. Pe termen lung, însă folosirea ratei dobânzii pentru a controla nivelul creditului și al lichidității va duce la folosirea tot mai redusă a acestor măsuri care pot însă lua alt caracter. Iar, ca și soluție intermediară, ghidarea comportamentului bancar este încă de succes prin utilizarea măsurilor de window guidance. Astfel, în condițiile acordării unei libertăți mai mari a BCC și în cazul îmbunătățirii sistemului financiar și bancar, aceste măsuri ar putea fi folosite în continuare pentru a ”sugera” în continuare un comportament prudent al băncilor în acordarea de credite și îmbunătățirea sistemului de management al riscului, indiferent de mersul economiei. Ghidarea unui comportament de prudență inclusiv în perioadele de boom economic poate conduce și la gestionarea mai bună a așteptărilor cu privire la inflație.

Problema referitoare la cele mai importante instrumente de politică monetară care trebuie folosite pentru a atinge obiectivul final este una delicată și aceleași instrumente nu pot fi aplicate la fel în toate statele în funcție de particularitățile economiei. Astfel, am analizat instrumentele de politică monetară folosite pe perioada crizei economice recente pentru a putea identifica măsuri care pot fi luate de politica monetară pentru a putea preîntâmpina eventuale perioade de instabilitate pe viitor.

Politica monetară a fiecărui stat a avut misiunea dificilă de a stabiliza economia după șocurile externe și efectul ”bulgărelui de zăpadă” creat de căderea Lehman Brothers pe piețele financiare. Mulți economiști cum au fost Taylor (2007) [152A] au menționat că rata dobânzii de politică monetară în SUA este excesiv de mică ceea ce a redus costurile împrumutării. Deși putem spune că această rată mică a dobânzii a fost susținută și de creșterea productivității sau de creșterea ratei de economisire de la sfârșitul anilor 1990 și începutul anilor 2000. Iar creșterea rezervelor valutare în dolari ale majorității statelor în curs de dezvoltare a fost rezultatul lipsei unor active de încredere pentru plasarea capitalului. De aici, considerăm că putem enumera trei probleme ale politicii monetare conduse de majoritatea statelor:

- lipsa de reacție rapidă la creșterea rezervelor valutare în dolari pentru statele în curs de dezvoltare și pentru FED lipsa de reacție rapidă la creșterea volumului creditelor;
- așteptările cu privire la inflație joacă un rol foarte important în elaborarea deciziilor de politică monetară și instrumentele folosite. Așteptările cu privire la inflație nu au fost corect corelate fiind influențate de perioada de volatilitate scăzută a inflației și de creșterea outputului care a distras atenția de la problemele legate de creșterea valorii creditelor spre exemplu.
- Lipsa unui sistem de management al riscului- găsierea unor metode de restricționare a riscului de credit, îmbunătățirea metodelor de identificare a riscului în acordarea de credite și monitorizarea condițiilor de acordare.

Pe lângă măsuri de injectare a lichidității în piață, au fost folosite măsuri de promovare a exporturilor prin deprecierea monedei naționale și asigurare stabilității cursului acesteia, măsură adoptată și de China. Deprecierea monedei naționale a fost însă un rezultat al politicii monetare expansioniste realizată prin intermediul instrumentelor convenționale sau nonconvenționale de politică monetară condusă de statele lumii pentru a crește nivelul de lichiditate de pe piață. Acest lucru s-a întâmplat în cazul SUA și este considerată o politică monetară expansionistă de promovare a intereselor naționale și un rezultat al politicii conduse

pentru îmbunătățirea balanței contului curent și nu ca o activitate cu scopul de a afecta în mod negativ balanța comercială a unui stat partener.

Aceste măsuri sunt considerate însă neconvenționale, în comparație cu măsurile convenționale de influențare a masei monetare sau a ratei dobânzii. Aceste măsuri s-au dovedit eficiente în marea majoritate a statelor lumii și au acoperit necesarul de lichiditate prin împrumuturi externe ceea ce au afectat poziția bugetară a guvernelor, creșterea deficitelor ce va presupune și o perioadă mai lungă de revenire după perioada crizei datorită creșterii economice scăzute după ieșirea din recesiune. După criza economică recentă putem spune că politica monetară trebuie modernizată pentru a putea răspunde la astfel de perioade de instabilitate generală. Altfel, stabilitatea prețurilor nu este suficientă pentru a obține stabilitatea financiară.

Sinteza capitolului 3. Efectele politicii monetare și a politicilor economice specifice ale Chinei la nivel extern

În capitolul III am evidențiat efectele pe care politicile economice specifice ale Chinei le au asupra politicii monetare, politicii economice și implicit efectele pe care le poate aduce la nivel extern. Astfel, în prima parte am analizat rolul ratei de economisire din China și efectele pe care aceasta le are la nivel extern și rolul politicii monetare în a controla această rată de economisire și nivelul consumului.

Am demonstrat că, anii de creștere economică au facilitat creșterea ratei de economisire atât a gospodăriilor, cât și cea a corporațiilor și guvernamentală în condițiile unui nivel al consumului ca și procent din PIB la un nivel scăzut, coroborate cu un nivel scăzut al nivelului de trai. Pe termen scurt - mediu, această rată mare de economisire a avut efecte benefice în China. A ajutat la menținerea trendului ridicat la investițiilor pe perioada reformelor, chiar și în momentele în care fluxurile de capital străin erau greu de obținut și a contribuit astfel la trecerea de la o economie planificată, cu venituri scăzute, la o economie de piață. Mai mult, nivelul mare al ratei de economisire a permis guvernului să adopte politici de creștere rapidă - promovarea exporturilor a permis dezvoltarea mai multor industrii și permiterea creării premiselor pentru dezvoltare tehnologică.

Considerăm că, în China, datorită ratei mare de economisire impulsivitatea creditului sau scăderea ratei dobânzii sunt recomandate ca și măsuri de politică monetară pentru o mai bună alocare a capitalului și creșterea consumului. De asemenea, tendințele de economisire sunt dictate în bună măsură de nivelul scăzut al PIB/capita, iar IPC rămâne ridicat din această cauză. Având în vedere faptul că marea majoritate a produselor vândute de exportatori chinezi sunt produse finale, atunci evoluția IPC este cel mai important factor în luarea deciziei de a vinde produsele intern sau extern. Prin urmare, exporturile ca și principalul motor de creștere economică sunt determinate în bună parte, pe lângă cursul de schimb fix și de evoluția IPC. Ca și contrast, cea mai mare parte a produselor importate de China sunt bunuri și produse intermediare, prin urmare prețul determinant domestic este cel al IPP.

Cu toate acestea, China trebuie să ia în calcul efectele negative ale presiunilor deflaționiste pe care scăderea IPP și de creștere a IPC le poate crea. Într-adevăr, în anul 2015 s-a observat o scădere a IPP care a fost influențată în bună măsură și de scăderea prețului petrolului care a afectat totodată și exporturile. Una din măsurile monetare care considerăm că poate fi aplicată

pentru contracararea efectelor deflaționiste ar fi scăderea rezervelor minime obligatorii care ar putea încuraja economia internă prin creșterea numărului de credite acordate și încurajarea consumului. Asta, pe lângă măsura adoptată la sfârșitul anului trecut de a scădea rata dobânzii de politică monetară. Mai mulți factori sunt considerați de risc și fac ca riscul deflației în China tot mai real și anume:

- deteriorarea situației economice la nivel global;
- supra-capacitatea industrială internă;
- scăderea numărului de investiții de capital în interiorul țării;
- investițiile ineficiente, creșterea numărului creditelor neperformante;
- scăderea prețului petrolului la nivel mondial.

Toate aceste elemente au avut un efect negativ în ultimii ani asupra prețurilor iar consumul scăzut și rata de economisire încă mare au adâncit aceste temeri a unei posibile deflații. Mai mult, un studiu realizat de Chen și Hardle în 2014⁴ a reliefat faptul că influențele pe care șocurile prețului petrolului le are asupra nivelului prețurilor în China este unul direct proporțional. Astfel cu cât scăderea prețului petrolului la nivel mondial se menține, conform acestui model sunt șanse mari să se înregistreze același efect de scădere asupra nivelului prețurilor interne în China.

În ultima parte a acestui capitol am analizat perspectiva monedei Chinei de a fi inclusă în rândul monedelor incluse în coșul de valute al FMI ceea ce va afecta în mod direct relațiile comerciale ale Chinei cu toate statele lumii. Viitorul renminbi-ului ca și alternativă a dolarului și a euro pe piețele financiare internaționale va fi determinat doar de capacitatea Chinei de a implementa reformele necesare creării unui model de creștere economică sustenabilă. Iar pentru a reforma un sistem financiar, China are nevoie de o politică monetară independentă capabilă de a permite liberalizarea contului de capital și eliminarea restricțiilor asupra piețelor financiare interne în același timp cu menținerea stabilității prețurilor și permiterii reformelor sociale necesare impulsivării consumului și reducerii ratei de economisire.

În cazul în care aceste misiuni sunt îndeplinite, China poate începe promovarea convertibilității monedei naționale și de a promova încredere în rândul investitorilor. Toate aceste reforme pot fi implementate însă doar treptat, ceea ce va face perspectivele ca renminbi

⁴ Chen S, Chen D, Hardle W. *The influence of oil price shocks on China's macroeconomy: A perspective of international trade*. SFB Economy risk, Berlin 2014

să devină o monedă principală de tranzacționare pe piețele internaționale o misiune pe termen lung, poate câteva decenii. Asta deoarece există numeroase rețineri care țin și de nivel politic și cultural. Astfel, fiind o țară comunistă, este dificil de obținere a încrederii partenerilor comerciali de a folosi această monedă sau de a fi folosită ca monedă de rezervă de alte state. Toate progresele înregistrate însă de renminbi pe piața internațională creează un sentiment de încredere în rândul guvernului Chinei, chiar dacă la acest moment, creșterea încrederii a fost datorată în principal folosirii renminbi-ului la un nivel regional. Problemele actuale referitoare la scăderea încrederii investitorilor în economia Chinei ca urmare a încetirii creșterii economice și a scăderii de pe bursă, însoțite de lipsa de reacție pozitivă a pieței ca urmare a măsurilor de politică monetară de depreciere a monedei, reducerea dobânzii de politică monetară și reducerea rezervelor minime obligatorii vor întârzia procesul de internaționalizare a monedei și chiar va pune în pericol această perspectivă.

Pe parcursul acestui capitol, am analizat însă și evoluția cursului de schimb real în raport cu evoluția ratei de economisire ceea ce a demonstrat efortul politicii monetare de a menține cursul de schimb și stabilitatea monedei. Eforturile din ultimii ani de apreciere a cursului de schimb a dus la îmbunătățirea treptată a relației comerciale cu SUA și implicit de reducere treptată a deficitului comercial față de China. Aprecierea rămâne însă timidă iar deficitul american rămâne la un nivel ridicat, ceea ce presupune o valoare mare a rezervelor valutare, cele mai mari din lume. Problematika rezervelor valutare mari ale Chinei reprezintă o amenințare la adresa stabilității întregului sistem financiar. Asta deoarece reducerea rezervelor valutare în dolari ale Chinei se poate realiza doar prin vânzarea acestora ceea ce ar conduce la scăderea valorii acestora- al dolarului putând destabiliza întreaga piață financiară. Altfel, treptat se poate recurge la scăderea ritmului de achiziție a acestora, o tendință pe care China pare să fi început să o pună în aplicare (în luna iulie, conform datelor furnizate de BCC, rezervele valutare în dolari au scăzut cu 40 de miliarde de dolari ajungând la un nivel de 3,69 miliarde de dolari). O altă soluție ar putea fi diversificarea modului în care acestea sunt folosite, astfel promovând o diversificare a modului de investiție acestora, transformându-le în capital care poate fi investit. Această soluție este însă una considerăm reformatoare poate a întregului sistem financiar în China și o soluție inovatoare pentru un sistem financiar în care schimbarea este necesară. Ar putea aduce însă un plus de încredere în moneda națională, putând contribui la propulsarea renminbiului ca și o monedă internațională.

Sinteza capitolului 4. Analiza econometrică a principalilor factori care influențează piața monetară din China

În această parte a lucrării, pentru a evidenția rolul pe care diverși indicatori macroeconomici îl pot avea asupra inflației dintr-o țară am analizat trei economii diferite, cu principii de guvernare și mărimi diferite, însă care sunt considerate, din diverse considerente modele de urmat. Astfel, pentru folosirea unui model econometric bazat pe patru variabile macroeconomice am luat în considerare validarea modelului pe două state considerăm relevante pentru a putea genera analize ulterioare. În acest scop am considerat relevantă analiza pe economia SUA, care este în acest moment cea mai dezvoltată economie a lumii și o economie dezvoltată, și pe cea a Danemarcei, o economie industrializată, deschisă și stabilă. Plecând de importanța politicii monetare dintr-un stat pentru crearea unui model sustenabil de creștere economică, am pornit în această analiză de la premisa că, principiile care sunt validate pe două state considerăm relevante pentru economia mondială ar putea fi aplicate și în cazul unui alt stat modern, puternic, guvernat de principiile economiei de piață.

Pornind de la obiectivul politicii monetare din majoritatea statelor de a menține stabilitatea prețurilor, orice presiune inflaționistă asociată de obicei cu o lipsă de dezvoltare a variabilelor financiare poate duce în cele din urmă la o creștere excesivă a creditului și la creșterea prețului activelor⁵. Un studiu al Băncii centrale Europene pe 15 state industrializate a demonstrat că, atunci când creșterea masei monetare este însoțită de creșterea creditului și a prețului activelor, atunci cel mai probabil vor exista presiuni inflaționiste⁶.

În demersul nostru am pornit de la adevărul demonstrat că legăturile dintre fenomenele economice se caracterizează prin faptul că un fenomen sau altul variază sub influența unui complex de factori, dintre care unii au o importanță esențială, iar alții o importanță secundară.

În cazul legăturilor complexe, în cadrul cărora variabila dependentă poate fi influențată de mai multe variabile independente, calculul corelației nu se poate limita doar la un singur factor semnificativ de influență, ci trebuie să includă și alte variabile independente, cu influență semnificativă asupra variabilei dependente analizate. Modul în care aceste variabile independente influențează variabila dependentă se măsoară cu ajutorul indicatorilor corelației multiple.

⁵ Bordo MD, Jeanne O. *Monetary policy and asset prices: does "benign neglect" make sense?*. International Finance Vol. 5, No. 2, pp.139-164, 2002

⁶ Roffia B, Zaghini A. *Excess money growth and inflation dynamics*. European Central Bank, working paper series no 749, 2007

Totodată, în cadrul legăturilor multiple, variabilele factoriale au influențe diferite asupra variabilei rezultative, respectiv unele exercită o acțiune importantă asupra fenomenului efect și trebuie să fie luate în considerație în cadrul calculelor de regresie și corelație, în timp ce altele au o acțiune mai puțin importantă și pot fi neglijate. Metodele de corelație au ca efect simplificarea calculelor și concluziilor, deoarece este imposibil cuantificarea factorilor cauzali care acționează asupra unui fenomen sau proces economico-social.

Metodele și tehnicile statistice de cuantificare, de analiză factorială, de estimare și testare sunt reprezentate de o mulțime extinsă și variată de metode și instrumente statistico-matematice.

Cele mai semnificative dintre aceste metode și instrumente sunt aplicate, sub o formă sau alta, asupra datelor de intrare disponibile, în scopul explicitării factoriale și, în consecință, al obținerii informațiilor necesare fundamentării deciziilor de acțiune.

Am inițiat analiza de la premisa că **rata inflației, ca variabilă dependentă**, este influențată de **masa monetară, de rata de economisire, nivelul consumului și de rata nominală de schimb, ca variabile independente**. Astfel, coeficienții modelului elaborat măsoară evoluția inflației din China în intervalul anilor 1994-2011, pe seama fiecărei dintre cele patru variabile explicative considerate.

Am pornit analiza de la modelarea seriilor de timp prin regresii simple și apoi regresii liniare multiple pentru Danemarca folosind următoarea ecuație de regresie

$$y_t = ax_t + b + \varepsilon_t,$$

unde y_t = rata inflației (%) ^{not} Infl;

x_t = Masa monetară (milioane USD) ^{not} MoneySupply (1); Cons (2); Savings (3);
Nominalexchangerate (4);

ε_t = variabila reziduală

Pe baza interpretării rezultatelor regreseiei am identificat că:

- la o creștere a masei monetare cu o unitate, Infl va crește cu **0.00000000000792** unități,
- la o creștere a ratei de economisire cu o unitate, inflația va crește la rândul său cu **0.00000000022336** unități,
- la o creștere a ratei nominale de schimb cu o unitate, rata inflației va scădea în medie cu **0.031206077639469** unități,

- la o creștere a nivelului consumului cu o unitate, inflația va crește cu 0,000000000006300 unități.

Rezultatele obținute în urma efectuării estimărilor în Matlab sunt următoarele :

$$\text{Infl} = 2.516542766461885 + 0.00000000001314 * \text{MoneySupply} - 0.00000000051086 * \text{Cons} + 0.00000000096378 * \text{Savings} - 0.013622456424386 * \text{Nomianlexchangerate}. \quad (5)$$

În urma analizei întreprinse a rezultat un coeficient de corelația a modelului R^2 de 0,3414, ceea ce denotă faptul că între variabilele exogene supuse analizei și cea endogenă, există o legătură de intensitate medie. Evident, cu cât R^2 ia valori mai apropiate de 1, cu atât modelul de regresie ajustează mai bine datele din eșantion.

Variabilele aleatoare (reziduale) ε sunt normal distribuite, nu există legături între variabilele exogene și vectorul reziduurilor la nivel de populație, erorile nu sunt autocorelate iar modelul este homoscedastic. Parametrii modelului sunt semnificativi.

Pe baza ecuației de regresie, pentru Danemarca, putem extrage următoarele concluzii:

- masa monetară și rata de economisire influențează semnificativ și pozitiv modelul. Astfel la o variație a acestora într-o anumită direcția, inflația la rândul ei va oscila în același sens, dar cu o valoare mai scăzută;

- rata nominală de schimb și consumul influențează semnificativ modelul, dar în sens negativ. La o modificare a acestor doi indicatori rata inflației va evolua în sens invers;

- datorită coeficientului de corelație, variabila dependentă, rata inflației este influențată în medie de cele patru variabile supuse analizei în 34,14 % din cazuri. Pe baza acestui rezultat, rezultă faptul că peste 54% din evoluția ratei inflației este cauzată de alți factori. Alte potențiale variabile explicative ce ar putea explica restul de 0.6586 din modelarea Inflației, și cuprinse în vectorul rezidurilor, ar putea fi nivelul ratei dobânzii, nivelul productivității, schimbările legislative din piața muncii, schimbările din nivelul PIB/capita, nivelul cheltuielilor guvernamentale, acestea putând constitui obiectul unor cercetări viitoare.

Modelarea seriilor de timp prin regresii simple și apoi regresii liniare multiple pentru SUA, folosind aceeași ecuație de regresie a conchis următoarele rezultate:

- la o creștere a cantității de bani din economie cu o unitate, inflație va scădea cu 0.000000000000003 unități.

- la o creștere a consumului cu o unitate, rata inflației va crește la rândul său cu 0.000000000000020 unități
- la o creștere cu o unitate a ratei de economisire, rata inflației va crește cu 0.0000000000000711
- că la o creștere a ratei nominale de schimb cu o unitate, rata inflației va crește la rândul său cu 0.002038079427913 unități

În urma aplicării modelului econometric în Matlab, am obținut următoarea ecuație:

$$\text{Infl} = -1.064434007334435 - 0.000000000001542 * \text{MoneySupply} + 0.000000000002223 * \text{Cons} + 0.000000000001448 * \text{Savings} - 0.028951401064793 * \text{Nomianlexchangerate}. \quad (5)$$

Pe baza datelor obținute rezultă faptul că în cazul SUA coeficientul de corelație al modelului este $R^2 = 0.68482$, indicând legătura puternică între aceste patru variabile explicative analizate și variabila endogenă considerată. Evident, cu cât R^2 ia valori mai apropiate de 1, cu atât modelul de regresie ajustează mai bine datele din eșantion.

Pe baza datelor rezultate în urma implementării modelului de regresie multiplă putem extrage următoarele concluzii:

- variabilele utilizate în analiza noastră pentru a determina rata inflației influențează în 68,48% din cazuri rata inflației. Acest lucru denotă faptul că cele patru variabile independente au un rol covârșitor în determinarea inflației și un șoc survenit pe piață asupra oricăreia poate produce dezechilibre considerabile;
- masa monetară și rata nominală de schimb influențează semnificativ modelul dar în sens negativ. Astfel variabila dependentă va evolua în sens invers evoluției variabilelor independente;
- rata de economisire și consumul înregistrează coeficienți pozitivi, fapt ce va induce inflației o evoluție în același sens ca și în cazul variabilelor independente

Modelarea seriilor de timp prin regresii simple și apoi regresii liniare multiple pentru China, folosind aceeași ecuație de regresie a conchis următoarele rezultate:

- la o creștere a MoneySupply cu o unitate, Infl va scădea cu 0.000000000000058 unități.
- la o creștere a Cons cu o unitate, Infl va scădea cu 0.000000000001995 unități
- la o creștere a Savings cu o unitate, Infl va scădea în medie cu 0.000000000000920

unități.

- la o creștere a Nominalexchangerate cu o unitate, Infl va scădea în medie cu 0.494347489101299 unități

Cel mai important rezultat în cadrul acestei analize este rolul cursului de schimb asupra inflației. Putem pune acest fenomen pe baza faptului că în China, orice creștere a cursului de schimb nominal va duce cel mai probabil la o creștere a masei monetare care va influența și inflația. Au fost mai mulți economiști care au cercetat această idee, Roubini spunea⁷, referitor la noile teorii de macroeconomie că, orice creștere a ofertei de bani va crește proporțional și rata inflației, iar rata dobânzii nominale nu va avea nici un efect asupra outputului, consumului, investițiilor.

În urma implementării eșantionul de date anuale, aferente intervalului de timp 1994-2011, prin intermediul programului Matlab, a rezultat următoarea ecuație de regresie :

$$\text{Infl} = - 0.00000000001031 * \text{MoneySupply} - 0.000000000014130 * \text{Cons} + 0.000000000030315 * \text{Savings} + 0.117832517348119 * \text{Nomianlexchangerate}. \quad (5)$$

În urma analizei a rezultat că variabilele reziduale ε sunt normal distribuite, nu există legături între variabilele exogene și vectorul reziduurilor la nivel de populație, erorile nu sunt autocorelate iar modelul este homoscedastic, parametrii modelului fiind semnificativi.

Coefficientul de corelație al modelului este $R^2 = 0.1814$, indicând faptul că între variabilele exogene și cea endogenă există o legătură, dar aceasta este de intensitate slabă. Astfel, în cazul Chinei, rata inflației este explicată de cele patru variabile independente doar într-o proporție de 18,14%, ponderea celorlalți factori care influențează variabila dependentă fiind mult superioară. Astfel, putem spune că variabilele care influențează inflația probate în cazul SUA și a Danemarcei, nu sunt probate în cazul Chinei datorită particularităților politicii monetare. Astfel, China folosește moneda ca și instrument dar și ca obiectiv practic de politică monetară prin urmare promovează menținerea stabilității cursului monedei ca și obiectiv de politică monetară. Având în vedere acest rezultat, ar trebui luate în calcul și o serie de alte variabile economice și sociale, precum efectele creșterii prețurilor la materii prime, petrol, case care ar putea explica mai bine modelul. Astfel, cu toate că conform particularităților politicilor economice interne ale Chinei, rata de economisire mare ca și procent din PIB și consumul mic ca și procent din PIB ar fi trebuit să probeze modelul pentru

⁷ Roubini N, Backus D. *Lectures in Macroeconomics*, Stern School of Business. New York University, 1998

China acest lucru nu s-a realizat din pricina politicilor monetare adoptate. Orice intervenție în politica monetară din China s-a adresat în principal cursului de schimb pentru a menține stabilitatea monedei și pentru a promova creșterea exporturilor.

Pe baza datelor rezultate putem concluziona că:

- masa monetară și consumul influențează în sens invers rata inflației. Astfel la o creștere a celor două variabile, rata inflației va scădea proporțional cu valoarea coeficienților de regresie;
- rata de economisire și rata nominală de schimb influențează în mod direct modelul, coeficientul pozitiv al variabilelor producând o evoluție a ratei inflației în același sens cu modificările survenite în rândul variabilelor exogene.

Având în vedere coeficientul de corelație scăzut, putem prezenta o primă concluzie și anume aceea că spre deosebire de economiile occidentale variabilele independente considerate nu validează modelul în cazul Chinei. Suplimentar nici din punct de vedere al coeficienților, sistemul chinez nu este similar unuia dintre celelalte două.

Cu toate că se încearcă promovarea ideii conform căreia economia chineză este una liberă care funcționează în concordanță cu legile macroeconomice, ar putea fi identificate o serie de elemente care vin în opoziție susținerii acestei idei și care să susțină rezultatele macroeconomice obținute până în prezent. În acest sens putem preciza:

- o implicare mare a statului în economie;
- datele statistice publicate de diverse instituții specializate în furnizarea de informații specifice mediului macroeconomic reflectă o discrepanță de multe ori semnificativă referitoare la China (Banca Națională a Chinei, FMI, Bloomberg, Banca Mondială);
- o transparență redusă în ceea ce privește datele economice, în ciuda regimului de țintire a inflației adoptat.

În ultima parte a capitolului 4, am analizat relația dintre inflația din China în momentul t în funcție de inflația din momentul $t-1$ prin modelarea seriilor de timp. Am ales modelarea unei regresii liniare simple a inflației din anul t în perioada 1971-2012 în funcție de inflația din $t-1$ în perioada 1970 la 2011. Regresia liniară simplă reprezintă metoda de modelare econometrică cea mai des folosită, iar funcția de regresie reprezintă baza pe care se construiesc cele mai multe analize atât microeconomice cât și macroeconomice. De-a lungul timpului s-au semnalat diferențe majore între valorile inflației din China. Dacă înainte de

mijlocul anilor 1990 în China s-a putut observa un regim inflaționist volatil, în anii de după 2000 inflația a înregistrat valori scăzute și o volatilitate mai redusă.

Persistența inflației este un termen a cărui importanță a fost tot mai mult conștientizată și analizată de economiști în ultimii ani pornind chiar de la ipotezele elaborate de Friedman și anume: o inflație ridicată este asociată cu un nivel ridicat de incertitudine și apoi, un grad ridicat de incertitudine determină reducerea producției și creșterea șomajului⁸. Incertitudinea referitoare la nivelul inflației determină o neîncredere în rândul populației, care poate decide scăderea consumului și prin urmare încetinirea producției care duce la creșterea șomajului. În anticiparea unui nivel mai ridicat al creșterii prețurilor, consumatorii vor fi mai precauți cu privire la decizia de cumpărare iar investitorii vor fi tot mai reticenți în a investi, preferând să păstreze banii pentru perioade de stabilitate.

Regresia liniară simplă este următoarea:

$$\text{Infl}_t = 1.5196 + 0.6766 * \text{Infl}_{t-1}$$

Analizând rezultatele obținute, se constată că ipotezele corespunzătoare metodei celor mai mici pătrate sunt verificate. De asemenea, estimatorii parametrilor modelului sunt semnificativ diferiți de zero pentru un prag de semnificație de 5%, modelul fiind și el semnificativ pentru același prag de semnificație.

În cazul acestui model se constată că rata inflației din perioada imediat anterioară (Infl_{t-1}) constituie un factor esențial de influență a variației ratei inflației din anul curent (Infl_t). S-a obținut un coeficient de corelație de 0,4786, care confirmă o legătură de intensitate medie între variabila exogenă și cea endogenă. Interpretarea regresiei este următoarea: la o creștere a Infl_{t-1} cu o unitate, Infl_t va crește în medie cu 0,6766 unități. Dacă Infl_{t-1} nu ar varia, atunci Infl_t ar “crește” cu 1.5196 unități.

Astfel, având în vedere cele analizate, putem spune că modelul creat împreună cu analiza tendinței de evoluție a ratei inflației din anul curent în funcție de inflația din anul anterior ar putea reprezenta baza de creare a unei estimări cât mai realiste cu privire la nivelul inflației în China. Ca și bază a studiilor următoare, putem anticipa cointegrarea relației dintre nivelul inflației și așteptările în ceea ce privește inflația pentru China. Considerăm această analiză viitoare necesară având în vedere faptul că, China a trecut la un regim de țintire a inflației ceea ce va face dinamica și persistența un element determinant în evoluția economiei. Asta

⁸ Friedman M. *Inflation and unemployment*. J., Political Economy, 85: 451-472, 1977

datorită mecanismelor de funcționare a așteptărilor, care sunt diferite de la un stat la altul. Astfel, dacă este necesar ca ținta de inflație să fie crescută de la un an la altul din diverse motive interne sau externe, atunci incertitudinea cu privire la inflație va crește. Însă, după cum alți economiști⁹ au analizat de-a lungul timpului, există tendința ca, atunci când ținta de inflației este mai ridicată, atunci politicile financiare ale guvernului sunt mai instabile. Iar estimarea cât mai corectă a nivelului inflației luând în calcul în măsura posibilităților, toate variabilele care o pot influența este cu atât mai importantă cu cât, după cum spunea și Friedman supraestimarea inflației cauzează mai multe presiuni asupra controlării acesteia decât adoptarea măsurilor de combatere a acesteia¹⁰

⁹ Fischer S, Modigliani F. *Toward Understanding of the Real Effects and Costs of inflation*. NBER, 1978

¹⁰ Idem 8

Concluzii

În prezenta lucrare ne-am propus să analizăm particularitățile politicii monetare într-un stat, concret pe modelul Chinei. Sunt numeroase motivele pentru care evoluția acestei țări a devenit importantă de-a lungul timpului și de actualitate maximă pentru economia mondială. În primul rând menționăm particularitățile inedite care au conturat creșterea economică din ultimii ani, efectele pe care politicile economice specifice adoptate au influențat dezvoltarea economiei, însăși evoluția acestei țări pe parcursul ultimelor decenii a reprezentat un motiv.

Subiectul importanței politicii monetare într-un stat a fost amplu dezbătut, motiv pentru care elementele caracteristice ale politicii monetare a Chinei devin de interes la nivel internațional. Elementele definitorii pentru politica monetară a Chinei cum ar fi rolul agregatelor monetare ca și obiectiv operațional de politică monetară, eficiența instrumentelor de politică monetară, eforturile de susținere a cursului monedei prin operațiuni de sterilizare sunt de interes internațional deoarece pot dovedi eficiența unei politici monetare.

Deficitele interne și externe au fost mereu analizate de-a lungul timpului pentru toate economiile care au atras atenția în urma unei dezvoltări economice fulminante. Ca și soluție de reducere a dezechilibrelor externe ale Chinei care să nu pună în pericol neapărat creșterea economică ar putea fi reducerea excedentului de cont curent. Beneficiile pentru partenerii comerciali care înregistrează deficit de cont curent în raport cu China, în special SUA ar fi creșterea exporturilor. Acest lucru ar duce pe termen lung la o creștere a inflației dar și a creditului și a salariilor ceea ce ar putea încuraja consumul. Efectul Balassa - Samuelson presupune o apreciere a cursului de schimb real odată cu creșterea productivității în bunurile destinate exportului. În condițiile maximizării profitului, creșterea productivității va duce la creșterea salariilor. Iar în condițiile unei mobilități perfecte a capitalului, nivelul salariilor ar trebui să crească, prin urmare va duce la creșterea prețului acestor bunuri și implicit la o apreciere a cursului de schimb real. Pentru o țară ca și China, aplicarea efectului Balassa ar presupune că o apreciere a cursului de schimb real va duce la creșterea productivității și a prețurilor. Astfel, pentru a încuraja consumul, China ar trebui să permită o creștere a inflației, deoarece nivelul prețurilor este unul mic. Însă modul în care efectul se probează în China este neclar din mai multe motive: aprecierea cursului de schimb real este un proces lent și anevoios, iar creșterea productivității nu s-ar putea traduce automat prin creșterea salariilor și

apoi a consumului datorită particularităților modelului economic al Chinei. Nivelul de economisire rămâne unul crescut iar obiceiurile de consum rămân oarecum neschimbate în pofida creșterii salariilor datorită sistemului social sau medical subdezvoltat. Adăugând aici faptul că una din sursele de creare a acestui dezechilibru extern îl reprezintă și nivelul mare al ratei de economisire, atunci pe termen scurt permiterea creșterii inflației ar putea fi considerat un rău necesar. China are nevoie de o îmbunătățire a imaginii pe plan extern și de o dovadă că politica monetară deține instrumentele necesare de a implementa reformele necesare modernizării sistemului monetar, bancar și financiar. Iar acest lucru se poate face doar cu sacrificii. Rămâne de văzut însă peste ani ce ar putea China sacrifica pentru a atinge un model de creștere economică sustenabilă, folosind resursele proprii fără adâncirea dezechilibrelor externe.

Eforturile de menținere a cursului monedei au dus la acumularea masivă de rezerve valutare în dolari, ceea ce a contribuit la capacitatea Chinei de a face față atacurilor speculative asupra monedei naționale sau contracarea efectelor unei eventuale crize valutare. Iar atâta timp cât cumpărarea de valută a fost însoțită de vânzarea de titluri denominate în renminbi, conform teoriei economice operațiune de sterilizare a fost respectată. Însă, prin folosirea acestor operațiuni de open market timp de câteva decenii, s-a ajuns la un nivel atât de mare al rezervelor, încât orice încercare de scădere a acestora ar putea avea implicații pentru piețele financiare la nivel mondial. Costul de oportunitate adus de creșterea acestor rezerve a fost pozitiv, beneficiile aduse au fost mai importante și au contribuit la creșterea economică, mulți ani prețul plătit de creșterea a rezervelor a fost considerat acceptabil. Întrebarea este însă până când acest preț va fi considerat suportabil?

În lumina obiectivului politicii monetare de asigurare a stabilității prețurilor, în același timp și stabilitatea monedei, trebuie găsite metode de evitare a efectelor acestui ”triunghi al imposibilităților”, dovedit și în cazul Chinei. Am argumentat că, pentru realizarea unui SMI cu adevărat performant și angrenat în schimbările caracteristice mileniului III, politica monetară a fiecărui stat trebuie să fie independentă. În același timp însă, liberalizarea conturilor de capital trebuie menținută. Fluxurile de capital în condițiile unui cont de capital liberalizat pot afecta condițiile monetare de pe piață chiar și în lipsa unei intervenții a Băncii Centrale. Spre exemplu, un volum mare de intrări de capital de-a lungul unei perioade poate să ducă la scăderea ratelor dobânzii la depozite sau la împrumuturi, ghidând astfel comportamentul monetar fără o intervenție directă. Însă, în condițiile în care obiectivul Băncii Centrale este de menținere a stabilității prețurilor prin adoptarea unui regim de țintire a

inflației, Banca Centrală are capacitatea de a interveni asupra cursului de schimb menținând astfel independența politicii monetare deoarece aceasta este făcută în scopul atingerii obiectivului final.

Țintirea agregatelor monetare nu mai este neapărat un regim de politică monetară ci mai degrabă un mijloc de ajustare a imperfecțiunilor pentru atingerea obiectivului de stabilitate a prețurilor. Astfel, intervențiile asupra cursului de schimb de-a lungul timpului în cazul flotării controlate sunt de obicei așteptate ca și răspuns la schimbările de pe piețele internaționale cum ar fi creșterea prețului petrolului sau tensiuni la nivel geopolitic, evenimente militare etc. Iar în lumina tensiunilor de la nivel mondial, se așteaptă ca un anumit control asupra cursului de schimb să fie exercitat de către majoritatea Bancilor Centrale ale statelor lumii.

”Triunghiul incompatibilităților”, devine cea mai mare provocare a politicii monetare a Chinei în mileniul III. Iar analiza impactului fiecărui element component va dovedi rolul pe care politica monetară îl are asupra politicilor economice ale unui stat ca cel al Chinei dar și a eficienței acestora. În contextul scopului enunțat de internaționalizare a monedei naționale și de includere a acestuia în coșul de monede care definesc DST, liberalizarea contului de capital trebuie obținută. Însă, pentru ca acest lucru să se întâmple China trebuie să permită aprecierea monedei naționale până la un nivel de echilibru față de dolar și să adopte măsuri alternative de susținere a creșterii economice ca urmare a scăderii exporturilor și permiterea cursului de schimb să fluctueze liber, ghidat de piață. În contextul enunțatului ”triunghi al incompatibilităților”, China ar trebui să renunțe la independența politicii monetare, care, considerăm că ar trebui să fie printre principalele obiective ale Chinei pe termen scurt și mediu pentru a reda încrederea investitorilor în mersul economiei în contextul scăderii economice din 2015 și a fluctuațiilor de pe bursă. Astfel, conform analizei întreprinse, politica monetară a Chinei nu are posibilitatea de a promova moneda națională ca și una de referință datorită controlului încă ridicat asupra cursului de schimb. În momentul de față, politica monetară nu este total independentă, controlul asupra cursului de schimb este ridicat, prin urmare, contul de capital nu poate fi liberalizat. În condițiile în care toate elementele componente ale acestui triunghi sunt necesare a fi îndeplinite pentru a se realiza reforma sistemului financiar și bancar necesar unei economii moderne, China are nevoie de stabilire a priorităților.

Modul în care politica monetară reușește să realizeze legăturile dintre obiectivele operaționale și cele intermediare ale politicii monetare este un indicator al eficienței implementării politicii

monetare. Anticiparea celor mai bune instrumente care pot fi folosite pentru a realiza cât mai rapid posibil obiectivele operaționale și anticiparea timpurilor de reacție necesari pe piață pentru ca obiectivele intermediare să fie atinse dovedesc practic rolul pe care politica monetară îl deține într-un stat. Astfel, având în vedere obiectivele intermediare de politică monetară ale Chinei de control al agregatelor monetare, trebuie să analizăm care ar putea fi viitorul acestora. Există deja economiști care militează înspre eliminarea obiectivelor intermediare de politică monetară în cazul în care obiectivul final este țintirea inflației, îndeplinirea obiectivelor finale realizându-se doar prin intermediul instrumentelor de politică monetară¹¹. Astfel, instrumentele monetare ar trebui să influențeze direct obiectivele operaționale și apoi obiectivele finale. Având în vedere analizele întreprinse, considerăm că politica monetară actuală a Chinei trebuie să fie adaptată noilor realități. Creșterea masei monetare din ultimii ani, împreună cu creșterea rezervelor valutare dovedește faptul că măsurile de sterilizare adoptate nu au asigurat eficiența așteptată. Folosirea bazei monetare ca și obiectiv operațional nu este o soluție iar rata dobânzii trebuie să capete un rol mai important în cadrul acestor obiective operaționale, mai degrabă decât folosirea acesteia ca și instrument de politică monetară.

Keynes considera că rata dobânzii ar trebui să fie principalul obiectiv intermediar al politicii monetare pentru un stat ghidat de principiile economiei libere de piață. Pornind de la această idee și analizele întreprinse considerăm că folosirea agregatelor monetare – cum a fost și creșterea masei monetare nu este o soluție pe termen lung pentru China. Creșterea constantă a masei monetare și a rezervelor valutare în dolari pana la valori impresionante sunt dovada că politica monetară condusă de China până în prezent are nevoie de reforme. Orice modificare a ratei dobânzii de politică monetară nu se poate face direct de către Banca Centrală, fără o aprobare la nivel guvernamental. Având în vedere aceste lucruri apreciem că în acest moment nu putem vorbi cu adevărat de o politică monetară cu adevărat independentă în China. Nevoia de reforme nu se răsfrânge doar la nivelul reformei cursului de schimb ci și la nivelul obiectivelor intermediare ale politicii monetare și a instrumentelor folosite.

Politica monetară trebuie să evidențieze eficacitatea acesteia de a contribui decisiv la îndeplinirea obiectivelor macroeconomice și la asigurarea unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Astfel, pe lângă permiterea cursului monedei naționale să se aprecieze, considerăm oportună și liberalizarea ratelor dobânzii și folosirea ratei dobânzii ca și obiectiv

¹¹ Neupauerova M, Vravec J. *Monetary strategies from the perspective of the intermediate objectives*. Panoeconomicus, 2007, p220

operațional al politicii monetare. Aici am mai putea adăuga o abordare diferită a măsurilor de "window guidance", folosite până acum ca și măsură de sterilizare. Acestea, deși văzute ca și o metodă neconvențională de politică monetară și ca o formă de intervenție a statului în economie, încălcând principiile economiei de piață, propunem o metodă diferită de abordare a acestora. Având în vedere comportamentul de consum al populației chineze, putem propune o abordare inovatoare a acestor măsuri de window guidance prin folosirea băncilor ca și un mod de impulsioneare al consumului. Analiza întreprinsă ne-a dovedit faptul că o țară precum China are nevoie a crea o cerere internă robustă și o impulsioneare a consumului intern. Crearea unei legături mai strânse între mediul bancar, agenții economici, populație, ar putea contribui la schimbarea obiceiurilor de consum ale populației și la o creditare mai eficientă. Am observat că una din principalele obstacole întâmpinate de măsurile de impulsioneare a consumului a fost mentalitatea populației care ar putea fi combătută prin aceste măsuri de persuasiune. Măsurile propuse de reformă a sistemului monetar și financiar în China considerăm că pot fi aplicate și prin întărirea rolului deținut de bănci în sistem. Creșterea încrederii în instituțiile bancare se poate traduce printr-o încredere mai mare a populației și de ce nu a corporațiilor în sănătatea sistemului financiar. Acest lucru ar duce la o creștere a valorii depozitelor care ar putea induce măsuri de stimulare a consumului. Educarea consumatorului într-un stat ca cel al Chinei nu este o misiune ușoară, însă schimbarea rolului măsurilor de window guidance și adoptarea lor din altă perspectivă poate constitui punctul de plecare a reformei întregului sistem. Modernizarea economiei chineze se poate realiza astfel prin crearea unui model economic bazat pe impulsionearea consumului, însoțit de liberalizarea contului de capital și de o monedă stabilă, la o valoare ghidată de piață.

Considerăm că o liberalizare a contului de capital va contribui la o utilizare mai eficientă a resurselor, va ajuta la transferul de tehnologie și know-how, la reducerea asimetriei informației și la o capacitate de stabilizare mai mare prin împărțirea riscurilor și diversificarea portofoliilor ca urmare la accesul mai mare la fonduri de capital internaționale. Creșterea integrării financiare cel mai probabil va duce însă la o stabilitate mai redusă a cursului de schimb ceea ce va afecta principalul motor de creștere economică de până acum și anume exporturile. Astfel, obligația modernizării motoarelor de creștere economică a Chinei și o diversificare a acestora devine necesară.

Analiza întreprinsă pentru a investiga rolul pe care elementele specifice politicilor economice interne ale Chinei le au asupra inflației a contribuit la mai multe întrebări referitoare la sustenabilitatea modelului de creștere economică a Chinei. Analiza în Matlab prin modelarea

seriilor de timp utilizând regresii liniare simple și multiple a efectelor pe care variabilele macroeconomice, masa monetară, consum, rata de economisire și cursul nominal de schimb le au asupra inflației a demonstrat o legătură de intensitate slabă între variabilele analizate și rata inflației în cazul Chinei. Același model însă, a fost demonstrat pe alte două economii considerate stabile, de piață și dezvoltate – SUA și Danemarca. Premisa de la care am pornit a fost că politicile economice interne specifice ale Chinei – politicile demografice, sociale, politice care au contribuit la creșterea nivelului ratei de economisire și la un nivel scăzut al consumului ar trebui să aibă un impact asupra inflației.

În condițiile obiectivului politicii monetare de urmărire a stabilității prețurilor, rezultatele neclare identificate dau naștere la și mai multe întrebări. În condițiile probării modelului pe alte două economii care au un nivel al consumului ca și procent din PIB la un nivel considerat relativ conforme cu specificațiile fiecărei economii în parte și un nivel al ratei de economisire considerat în limite normale relativ la nivelul economiei, rezultatele la nivelul economiei Chineze devin neconcludente și dau naștere mai multor teme de cercetare viitoare. Modelul probat pe cele două economii occidentale, SUA și Danemarca ar fi trebuit să fie validat și în cazul Chinei. Analiza însă a demonstrat că variabilele independente considerate nu validează modelul pentru China, cu toate că elementele selectate au fost unele din principalele variabile macroeconomice care au influențat aplicarea politicii monetare și un rol hotărâtor în stabilirea creșterii economice din China. Pe baza analizelor întreprinse considerăm că politica monetară din China la ora actuală are nevoie de reforme sustenabile, agresive la început deoarece ar schimba principiile de bază pe care s-a conturat dezvoltarea economică din ultimele decenii. Permițerea liberalizării contului de capital și implicit o mobilitate mai ridicată a capitalului va genera automat intrări de capital din pricina creșterii ratei dobânzii dar și o balanță de plăți excedentară. Automat se va produce și o apreciere a monedei naționale. Creșterea prețurilor în moneda străină va duce la scăderea competitivității produselor de import pe piața internă, iar aprecierea cursului de schimb va duce la scăderea exporturilor. Acestea, odată și cu creșterea importurilor vor determina apariția deficitului extern al balanței comerciale. Toate aceste elemente menționate sunt diferite celor adoptate de China de-a lungul timpului prin urmare propunerile de reformă a politicii monetare vor determina o schimbare importantă în mecanismele economiei Chinei.

Pe baza rezultatelor modelului testat propunem să continuăm o analiză a evoluției inflației în China din perspectiva inflației globale. Mai mult, pornind de la rezultatele obținute, ne propunem în continuare ca cercetare viitoare următoarele:

- analiza efectelor pe care rata inflației din China le poate avea asupra altor economii ale lumii. Un studiu general întreprins de Muntaz și Surico [117A] a demonstrat faptul că, începând cu anul 1995 factorii mondiali contribuie la variații în rata inflației între 0 și 10% pentru statele avansate. Acest lucru trebuie atent analizat având în vedere evenimentele economice, politice și militare actuale din ultimii ani. Dezvoltarea economiei chineze a avut numeroase efecte benefice asupra multor economii străine datorită îmbunătățirii relațiilor comerciale - creșterea exporturilor și scăderea prețurilor importurilor din China prin accesul la o serie de produse manufacturiere mai competitive din punct de vedere al costurilor. Efectele pozitive asupra cererii la nivel mondial de bunuri din China s-au văzut prin accesul la o gamă de produse cu costuri de producție mai mic și prin scăderea prețurilor ca urmare a presiunilor competiționale. Însă trebuie analizat dacă aceste efecte macroeconomice au afectat prețurile externe pozitiv sau negativ și prin ce canale. Chiar dacă efectele pozitive asupra ratei inflației externe sunt cantitativ importante, pe termen lung trebuie urmărit acest mecanism de transmisie a inflației din China deoarece șocurile cererii și ofertei din China pot afecta prețurile în alte state. Dacă procentul pe care aceste șocuri îl pot avea în inflația internațională este considerabil, atunci fiecare stat trebuie să ia în calcul acest lucru în stabilirea politicii monetare interne și implicit când se dorește stabilizarea inflației;

- analiza și anticiparea efectelor pe care factorii domestici determinanți ai inflației în China îl pot avea asupra economiei mondiale. La începutul anilor 2000, mai multe studii au evidențiat faptul că China exportă presiuni deflaționiste în mai multe state datorită în principal politicii cursului de schimb și a sectorului manufacturier¹². Cursul de schimb fix stabilit la un nivel competitiv a dus la exporturi la prețuri mult mai mici ca alte state precum SUA, creând astfel o presiune de scădere a prețurilor în această țară. China a dezvoltat un excedent impresionant în sectorul manufacturier ceea ce a dus la o scădere a prețurilor produselor manufacturiere. Odată cu deschiderea economiei, tot mai mulți economiști atrag atenția asupra propagării acestor presiuni deflaționiste și la nivelul altor state.

Având în vedere aceste lucruri dar și faptul că China a adoptat un model de țintire a inflației considerăm că anticiparea dinamicii și a persistenței inflației din China devine un obiectiv extrem de relevant.

¹² Willard T. *Does inflation in China affect USA and Japan?* IMF, 2006, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0636.pdf>, p 4-7

Mergând mai departe cu analiza, ca și puncte viitoare de cercetare ne propunem analiza econometrică a rolului pe care fluctuațiile cursului de schimb le poate avea asupra creșterii economice, a producției și a altor indicatori de eficiență economică. Având în vedere faptul că majoritatea statelor lumii, odată cu adoptarea unui curs de schimb liber au adoptat ca și obiectiv de politica monetară țintirea inflației contribuie și mai mult la întărirea ideii că analizele privind inflația trebuie să ia în calcul și cursul de schimb. În principal, studiul volatilității cursului de schimb, o caracteristică practic a majorității statelor componente a SMI astăzi, este poate și mai importantă.

Astfel, studiul volatilității cursului de schimb și efectele acesteia asupra inflației este o temă de cercetare importantă pentru politica monetară și direcțiile ei de acțiune. O volatilitate ridicată a cursului de schimb pe perioada unui an poate afecta așteptările cu privire la inflației, ceea ce poate face ca menținerea țintei de inflație să fie o misiune tot mai dificilă. Analizând piețele în curs de dezvoltare, Calvo și Reinhart (2000)¹³ au ajuns la concluzia că volatilitatea cursului de schimb este periculoasă pentru exporturi, deoarece devin mai puțin competitive datorită lipsei de lichidități a pieței forward. Acest lucru va contribui la creșterea inflației, în special în absența unui mobilități perfecte a capitalului. Această analiză extinsă pe cazul Chinei pe mai mulți ani din momentul în care China a adoptat regimul de țintire a inflației, poate dovedi exact cât de volatilă este piața Chinei la modificările cursului de schimb dar mai ales, la diferențele față de cursul de echilibru. Având în vedere criticile aduse monedei chineze și a devierilor față de nivelul de echilibru cu dolarul american, această analiză a gradului de influență asupra inflației poate fi chiar mai edificatoare peste câțiva ani (pentru a putea analiza efectele a cel puțin 50 de ani de la adoptarea regimului de țintire a inflației).

În lumina discuțiilor referitoare la nevoia de reformă a SMI actual în contextul globalizării, al independenței politicii monetare a unui stat, al regimului de țintire a inflației adoptat de majoritatea statelor lumii, transparența trebuie să fie cel mai important element al unei politici monetare în secolul XXI. Pentru aceasta, datele statistice trebuie să reliefeze cu o acuratețe cât mai mare realitatea economică, să nu fie interpretate subiectiv, să se bazeze pe rezultatele unei economii de piață stabile și funcționale din punct de vedere concurențial.

Mai mult, cea mai mare parte a studiilor au dovedit relația pozitivă dintre cursurile de schimb libere și inflație. Astfel, din 2005 de când China a trecut la un curs de schimb liber față de

¹³ Calvo G, Reinhart C. *Fear of floating*. NBER, working paper no. 7993, National Bureau of Economic Research, November, 2000

dolar, teoria economică spune că și nivelul inflației se așteaptă să fie mai ridicat. Pornind de la volatilitatea cursului de schimb și luând în calcul o perioadă de cel puțin 20 de ani, s-ar putea estima gradul de influență pe care volatilitatea cursului de schimb l-ar avea asupra inflației. Această idee a volatilității cursurilor de schimb a fost întărită în anul 2015 de China odată cu decizia adoptată de Banca Centrală de a deprecia propria monedă ceea ce a dus la scăderea cursului monedei naționale cu 4,4% față de dolar în luna august 2015 (2% într-o zi). Această decizie are ca scop impulsivarea exporturilor în contextul încetinirii creșterii economice a Chinei. Deprecierea yuanului însă China a realizat două scopuri: a încurajat exportatorii pe de o parte, iar, pe de altă parte, a dus la un nou pas realizat înspre impunerea yuanului ca și monedă de rezervă a lumii [41B].

Însă această măsură va duce la adâncirea deficitului american și la scăderi importante pe bursele europene și chiar ale lumii în contextul scăderii prețurilor la materiile prime. China apelează din nou la realizarea creșterii economice prin intermediul menținerii cursului propriei monede la un nivel optim pentru a impulsiunea exporturile, în detrimentul creării unui model de dezvoltare economică bazat pe o creștere internă.

Putem spune chiar că, prin politicile interne referitoare la cursul de schimb pe care le adoptă, China folosește propria monedă ca și un instrument de putere. Prin acțiunile întreprinse pe piața internă, China exportă deflație, ceea ce periclitează piața mondială. Temerile privind deflația sunt alimentate de scăderea IPP din ultimele luni, de pericolul supraproduției și de scăderea prețurilor materilor prime la nivel mondial. Efectele negative pe care le-ar produce deflația putem menționa capcana lichidității, scăderea salariilor, a cererii agregate la nivel intern. La nivel extern, în lipsa unui nivel al productivității ridicat, deflația poate duce la scăderea prețului activelor în contextul nivelului mare al datoriilor publice înregistrat de majoritatea statelor. Statutul Chinei de principal creditor pentru mai mulți parteneri comerciali, în contextul deflației va duce la înrăutățirea poziției comerciale a acestora. Astfel, pericolul deflației însoțit de un exces al producției duce economia Chinei într-o spirală deflaționistă periculoasă atât pentru ea cât și pentru partenerii comerciali. Răspunsul oferit de o politică monetară expansionistă de reducere a ratei dobânzii și de depreciere a monedei naționale ar trebui să combată efectele deflației, politici dovedite de succes pe modelul SUA spre exemplu. Însă, nivelul de consum scăzut din China și nivelul mic al PIB-cap de locuitor face ca aceste măsuri să nu își dovedească eficacitatea. Dovadă este reacția negativă pe bursă ca urmare a aplicării acestor instrumente. China are nevoie de instrumente mai eficiente, poate chiar o politică monetară restrictivă și nu expansionistă care ar putea genera reformele

necesare. Am dovedit că, datorită particularităților economiei chineze, măsurile de politică monetară eficiente pe anumite economii nu sunt aplicabile în acest caz, prin urmare poate aceste măsuri neconvenționale se pot dovedi de bun augur.

Toate acestea, în contextul scăderii prognozei de creștere economică și procesul general de scădere a activității economice au pus presiuni asupra Chinei și au readus în discuție eficiența politicii monetare a Chinei de a răspunde la perspectivele unei scăderi economice puternice. Prin această politică monetară care se referă mai mult la curs, obiectivul de menținere a prețurilor mici vine în contradicție cu legile macroeconomice conform efectului Balassa iar menținerea artificială a cursului monedei dovedește faptul că propria monedă este folosită ca și un instrument de mare putere prin care China își definește poziția pe piața mondială.

Scăderea prețurilor la materiile prime la nivel mondial este un factor determinant pentru nivelul inflației din China datorită dependenței de resurse. Presiunea scăderii prețurilor a fost alimentată și de zvonurile conform căreia FED va crește dobânda de politică monetară ceea ce ar duce la un dolar mai puternic și implicit prețuri mai mici pentru materiile prime. Scăderea constantă a acestor prețuri a determinat și va determina presiuni asupra burselor de acțiuni. Persistența scăderii acestor prețuri va determina automat și retragerea investitorilor din unele proiecte și implicit creșterea șomajului la nivel mondial. Trebuie urmărit însă și care au fost efectele scăderii prețurilor materiilor prime la nivel mondial și a încetirii creșterii economice din China pentru statele care au legături comerciale limitate cu China. Conform unei analize realizate de Bloomberg [1B], turbulențele înregistrate de China au dus la creșterea interesului investitorilor pentru plasamente din Europa Centrală aducând beneficii pentru state ca România sau Polonia. Activele din regiune au crescut iar randamentele obligațiunilor guvernamentale au scăzut ca urmare a măsurilor de "quantitative easing"¹⁴ implementate de BCE pentru a stimula creșterea economică și a legăturii limitate cu China. Astfel, toate aceste turbulențe pot fi de bun augur pentru România, care ar putea atrage mai mulți investitori încurajând creșterea economică. Mai mult, în perspectiva amânării creșterii ratei dobânzii în SUA, investitorii ar fi în continuare atrași de perspectivele acestor zone. Considerăm că, având în vedere toate problemele actuale ale economiei globale, FED va întârzia majorarea ratei dobânzii pentru a evita aprecierea monedei naționale care ar înfrâna creșterea economică ca urmare a reducerii exporturilor. Astfel, toată atenția va fi îndreptată înspre rezultatele

¹⁴ O măsură de ajustare cantitativă prin achiziții de obligațiuni cu bani electronici. Astfel se încurajează creditarea prin injectarea în economie a "baniilor ieftini"

economice din China și răspunsul zonei euro la criza imigranților, la criza datoriilor suverane care va ghida comportamentul investitorilor.

În contextul cercetărilor efectuate până în prezent, putem spune că raportul de forțe dintre China și marile puteri economice ale lumii este unul apropiat la nivel mondial, deoarece China este văzută una din mariile puteri ale lumii din prisma rezultatelor economice înregistrate în ultimele decenii, însă doar la suprafață. La nivel intern, China dovedește că are probleme în a realiza un model de creștere economică robust și durabil, ghidat de forțele pieței interne. Atitudinea solitară dovedită în multe ocazii a generat numeroase critici la nivel internațional, aducând în lumină o atitudine de mare putere economică care luptă pentru realizarea propriilor interese. Deciziile recente de scădere a valorii propriei monede în contextul unei crize actuale a prețului materiilor prime, în special al resurselor naturale – cărbune, petrol, minereului de fier, cupru, aluminiu – a alimentat ideea de luptă solitară pentru dobândirea propriilor interese pe care o conduce China în 2015. Cu toate că estimările specialiștilor spun că această țară va deveni cea mai mare putere economică din lume până în anul 2020, aceleași studii menționează că India va deveni cea mai mare putere economică a lumii până în anul 2030¹⁵. Astfel, SUA, înregistrând încă un nivel scăzut al creșterii economice și încă încercând să elimine urmele lăsate de criza economică recentă, este încă o economie puternică, cu un model de creștere economică care și-a dovedit eficiența înregistrează doar un ritm de creștere mai lent comparativ cu alți parteneri economici. Creșterea economică există, însă este la nivel mai scăzut comparativ cu alți parteneri economici, în special China.

Măsurile de politică monetară implementate în condițiile incertitudinii economice actuale din China legate de prăbușirea bursei din ultimele săptămâni și încetinirea ritmului de creștere economică devin astăzi principiile elemente de discuție referitoare inclusiv la viitorul economiei mondiale. Răspunsul prompt al Chinei prin reducerea nivelului rezervelor minime obligatorii și a reducerii ratei dobânzii de referință nu a avut însă efectul scontat pe termen scurt, bursa din Shanghai a închis în declin cu 8.7% în luna august¹⁶, cea mai mare scădere înregistrată după anul 2007, efectele extinzându-se și pe alte burse din toate părțile lumii. Sentimentul de panică creat în rândul investitorilor s-a propagat rapid și la nivelul altor state deoarece încetinirea creșterii economice în China pune presiuni și mai mari asupra nivelului

¹⁵Raport PWC- <http://www.pwc.com/gx/en/issues/the-economy/assets/world-in-2050-february-2015.pdf>, p 19

¹⁶ Investment tools, http://www.investmenttools.com/equities/world/china_shanghai_composite.htm

prețurilor materiilor prime, deja la un nivel foarte scăzut. Toate acestea, însoțite de incertitudinile legate de viitoarea ședință a FED și a deciziei cu privire la creșterea dobânzii de politică monetară, incertitudinile politice din Grecia și Turcia, alimentează temerile cu privire la o viitoare prăbușire a burselor care să ducă la o nouă perioadă de recesiune. Volatilitatea pieței mondiale la problemele Chinei este tot mai speculată odată cu apropierea ședinței monetare a FED din luna septembrie. O eventuală decizie de majorare a ratei dobânzii va duce la accentuarea ieșirilor de capital din China, ceea ce ar putea duce la accentuarea turbulențelor la nivel mondial. Achizițiile de obligațiuni americane vor fi reduse ceea ce ar putea crea probleme legate de finanțare pentru SUA din cauza faptului că cel mai mare creditor al deficitului american este China. Efectul de domino care s-ar putea produce ar fi riscul deflației, reducerea cererii, reducerea profiturilor ceea ce va afecta majoritatea statelor emergente dependente de intrările de capital pe termen scurt cum ar fi Turcia, Rusia, Brazilia [48B].

Iar eficiența și independența unei politici monetare poate fi cu adevărat probată doar prin răspunsurile avute în aceste perioade de recesiune. Băncile Centrale ale lumii vor avea de dovedit eficiența lor în a coordona politica monetară înspre a contracara efectele unor valuri de criză. În momentul de față nu este clar dacă economia mondială va intra într-un nou val de recesiune, iar capacitatea piețelor financiare de a se autoregla pare o misiune dificilă. Injecțiile masive de lichiditate din ultimii ani pentru a contracara efectele crizei economice din 2008, au dus la crearea unor bule speculative ceea ce au alimentat și îndatorarea externă. Lipsa de răspunsuri prompte și eficiente la criza datoriilor suverane din zona Euro și chiar criza imigrației din vara anului 2015 dovedește lipsa de pregătire și reacție a statelor lumii la toate evenimentele din perioada ultimului deceniu, dar și percepția greșită referitoare la autoreglarea piețelor [45B].

Din perspectiva tuturor aceste evenimente, anul 2015 este unul crucial pentru stabilirea rolului politicii monetare în anticiparea crizelor financiare. Evenimentele monetare din toamna anului menționat vor crea principiile de guvernare ale unui nou SMI corelate cu evenimentele financiare, sociale sau militare din ultimii ani.

Bibliografie

A. Cărți și articole de specialitate consultate

1. Adams GF. *Macroeconomics for business and society- A developed/developing country perspective on the new economy*. World Scietific Publishing Co, 2002
2. Aghion P, Bacchetta P, Ranciere R, Rogoff K. *Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development*. Journal of Monetary Economics, 56(4), 494–513, 2009
3. Allen F, Beck T, Carletti E, et al. *Crossborder banking in Europe: implications for financial stability and macroeconomic policies* Londra, CEPR, 2011
4. Ando A, Modigliani F. *The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, American Economic Review 53, no. 1: 55-84, 1963
5. Andreson M, Masuch K, Schiffbauer M. *Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries*. ECB Working paper series no 1129, 2009
6. Antohi D. *Politica monetară și moneda. Seminarul masa monetară și inflația. Teorie și practică*, București, 2012
7. Assenmacher-Wesche. *Understanding the link between money growth and inflation in the euro area*, CEPR Discussion Paper No.5683, 2006
8. Bachman R, Berg TO, Sims E. *Inflation expectations and readiness to spend: cross sectional evidence*. American Economic Journal: Economic policy 2015
9. Bachmeier LJ, Swanson NR. *Predicting inflation: does the quantity theory help?* Economic Inquiry, Vol.43, No.3, pp.570-585, 2005
10. Baharumshah A, Thanoon M, Rashid S. *Saving dynamics in the Asian countries*. Journal of Asian Economics, 13(6), pp. 827-845, 2003
11. Balino T, Sundararajan V. *Monetary policy instruments: Design of instrument mix and coordination of instrument design, Instruments of Monetary Management*. Issues and Country Experiences, IMF 1997
12. Barro R, Lee JW. *IMF programs: who is chosen and what are the effects?*. aprilie 2003, <https://digitalcollections.anu.edu.au/bitstream/1885/40130/3/wp-econ-2003-09.pdf>
13. Barth R, Lea M, Li T. *China housing market- is a bubble about to burst?* Milken Institute, dec 2012
14. Bayoumi T, Tong H, Wei S. *The Chinese corporate savings puzzle: a firm-level cross-country perspective*. NBER Working Paper no. 16432, 2010
15. Bergsten F. *Correcting the Chinese exchange rate: An action plan*. Peterson Institute of Economics, 2010
16. Bernake B, Gertler M. *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, American Economic Review 79, no. 1 (March): 14-31, 1989
17. Bernake B, Gertler M. *Inside the black box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. Journal of Economic Perspectives, 9(4): 27-48, 1995
18. Bernake B. *A perspective on inflation targetting*, Annual Washington policy conference of the National Association of Business economists, Washington, 2003
19. Bernake B. *The benefits of price stability*, Princeton University speech , New Jersey

2006

20. Bhagwati J, Brecher R. *The Paradoxes of Immiserizing Growth and Donor-Enriching 'Recipient-Immiserizing' Transfers: A Tale of Two Literatures*. Political Economy and International Economics: The Essays of Jagdish Bhagwati, edited by Douglas Irwin. Cambridge: MIT Press: 214–231, 1984

21. Binder M, Bluhm M. On the conditional effects of IMF program participation on output growth. 2010,
http://www.hof.uni-frankfurt.de/macro/images/jmp/marcelbluhm/imf_binder_bluhm.pdf

22. Biroli P, Mourre G, Turrini A. *Adjustment in the euro area and regulation of product labour markets- An empirical assessment*. CEPR discussion paper series no 8010, 2010

23. Blanchard O. *Macroeconomics 3rd edition*. Londra, ed. Prentice Hall, London, 2002

24. Blundell-Wignall A, Atkinson P, Hoon Lee S. *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*. Financial Market Trends, OECD, 2008

25. Bofinger P, Reischle J, Schachter A. *Monetary policy goals, institutions, strategies and instruments*. Oxford University Press, 2001

26. Bordo MD, Jeanne O. *Monetary policy and asset prices: does "benign neglect" make sense?*. International Finance Vol. 5, No. 2, pp.139-164, 2002

27. Bordo MD. *A long term perspective on the euro*. New York, Cambridge University Press, 2010

28. Boughton J. *Why White, not Keynes- Inventing the postwar monetary system*. IMF working paper 02/52, 2002

29. Britton E. Consumption- new key to chinese growth in China Business Review.
<http://www.chinabusinessreview.com/consumption-new-key-to-chinese-growth/>

30. Brockmeijer J. *Liberating capital flow and managing outflows*. IMF, 2012, pp 30-31

31. Calvo G, Guillermo A. *Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*. Journal of Applied Economics 1 (1): 35–54, 1998

32. Calvo G, Reinhart C. *Fear of floating*. NBER, working paper no. 7993, National Bureau of Economic Research, November, 2000

33. Carney M. *Restoring faith in international monetary system*. Bank for International Settlement, Canada 2010

34. Carroll C, Overland J, Weil D. *Saving and growth with habit formation*. American Economic Review, 2000 p6

35. Carroll C, Weil D. *Saving and Growth: A Reinterpretation*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 40, p 133–192, 1994

36. Chen S, Chen D, Hardle W. *The influence of oil price shocks on China's macroeconomy: A perspective of international trade*. SFB Economy risk, Berlin 2014

37. Chengsi Z, Osborn RD, Dong HM. *Observed inflation forecast and the new keynesian Phillips Curve*. Discussion Paper Series 0801, Institute of Economic Research, Korea University, 2008

38. China knowledge press. *Financial services in China- The past, the present and future of a changing industry*. Singapore, China knowledge press private limited, 2005

39. Ciobanu G, et al. *Tranzacții economice internaționale*. Cluj-Napoca, ed. Risoprint, 2009,

40. Claessens C, et al. *Crisis management and resoution, early lessons from the financial crisis*. IMF, august 2012
41. Cleveland H, Van B. *The International Monetary System in the Interwar Period*. New York, University Press, 1976
42. Cline W. *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange rates*. Peterson Institute of Economics, 2013
43. Cohen B. *The Future of Global Currency: The Euro Versus the Dollar*. Londra, ed. Routledge, 2010
44. Costică I. *Politică monetară*. București, ed. ASE, 2004
45. Costică I. *Regimuri valutare și organizarea financiară internațională*. suport de curs Relații Monetare Internaționale, ASE
46. Croitoru L. *Politica monetară: Ipostaze neconvenționale*. București, ed. Curtea veche, 2012
47. Dahlhaus T. *Monetary policy transmission during financial crises: An empirical analysis*. Bank of Canada 2014
48. Dai GY. *Open Market Operation - Practice and Experience in China*, Volume 2003, Number 1, Beijing: 55-65, 2003
49. Dardac N, Barbu T. *Moneda, Bănci și Politici monetare*. București, ed. Didactica și Pedagogica R.A, 2005
50. Davis G, Bryce K. *On Measuring the Effect of Inflation Uncertainty on Real GNP Growth*. Oxford Economic Papers, 48: 163-175, 1996
51. De Grauwe P, Polan M. *Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?* Scandinavian Journal of Economics, Vol.107, No.2, pp.239.260, 2005
52. Dew E, Martin J, Giese J. *China's changing growth pattern*. Bank of England, 2011
53. Dickinson D, Liu J. *The Real Effect of Monetary Policy in China: An Empirical Analysis*. China Economic Review, 2007
54. Dolțu C. *Sisteme monetare comparate*. Ed Economica, p 37, 1997
55. Douglass L. *Capital account liberalization and the role of the renminbi*. Peterson Institute for international economics, 2011
56. Driffill J. *Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System*. Chatham House Report, 2010
57. Duang Z. *The relationship between house prices and inflation, output*. The journal of quantitative and technical economics, 2007, p 12
58. Eichengreen B, Dincer . *Central bank transparency and independence: updates and new measures*. University of California, department of economics 2011
59. European Commission. *ECFIN Economic Brief*, issue 22 Aprilie 2013
60. Fazio A. *The International Monetary System*. Kluwer Academic Publishers, 1998
61. Fischer S, Modigliani F. *Toward Understanding of the Real Effects and Costs of inflation*. NBER, 1978
62. Fondul Monetar Internațional. *Article IV of the Fund's Articles of Agreement: An overview of the legal framework*. Legal department, 2006
63. Fondul Monetar Internațional. People Republic of China, 2011 Article IV

64. Fondul Monetar Internațional. *World economic outlook*. Washington, DC: IMF Press, 2005
65. Frankel JR. *New Estimation of China's Exchange Rate Regime*. Pacific Economic Review, 14(3):346-360, August, 2009
66. Fratianni M, Hauskrecht A. *From the gold standard to a bipolar monetary system*. Kluwer academic publishers, 1998
67. Friedman BM. *Target, instruments and indicators of monetary policy*. Journal of Monetary Economics, nr.1, 1975
68. Friedman M. *Inflation and unemployment*. J., Political Economy, 85: 451-472, 1977
69. Gang Y. conferință de presă Beijing, <http://epochtimes-romania.com/news/china-urmarestea-sa-adauge-yuanul-in-cosul-de-rezerve-valutare-al-fmi---231355>, 2015
70. Geiger M. *Instruments of Monetary Policy in China and Their Effectiveness: 1994-2006*, United Nations Conference on Trade and Development, 2008
71. Geiger M. Monetary policy in China. 2008 <http://mgeiger.wordpress.com/strategy/>
72. Goncalvez SC, Salles JM. *Inflation targeting in emerging countries: what do the data say?* Journal of Development Economics 85 (2008) 312-318, 2006
73. Grier K., Perry M. *On inflation and inflation uncertainty in the G7 countries*. J. Int. Money and Finance, 17: 671-689, 1998
74. Guo K, Diaye M. *Determinants of China private consumption: an international perspective*. IMF Working paper, no 10/93, 2010
75. Harrod R. *The life of John Maynard Keynes*. WW Norton & company, USA, 1951
76. Hiro I, Menzie C. *East Asia and Global imbalances: saving, investment and financial development*. NBER working paper 13363, National Bureau of Economic research, 2007
77. Hong N. Milestone for yuan marks rise for China. The Wall Street Journal <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323623304579056704113253902>
78. Hongo J. *Despite mounting debt, yen still a safe haven*. Japan Times, p3, 2011
79. Horsefield JK. *The International Monetary Fund, 1945-1965*. Vol 3, documents. Washington: IMF, 1969
80. Howard D. *Personal Saving Behavior and the Rate of Inflation*. *The Review of Economics and Statistics*. MIT Press, 60(4), 547-554 (1978).
81. Hsiao C, Huang YH. *Money and Monetary Policy in China*. New York: Columbia University Press, 1971
82. Hung J, Qian R. *The evolving role of China in the global economy*. Venice Institute of Economics, 2010
83. Hung PM. *Impossible trinity, capital flow market and financial stability*. Hong Kong Baptist University, 2008
84. International Monetary Fund. *World economic outlook*. Washington, DC: IMF Press, 2005
85. Isărescu M. *Reflecții economice- Politici ale Băncii Naționale a României*. vol II, Academia Română, Centru român de economie comparată și consens. București, ed. Expert, 2006
86. Ito T, Mishkin F. *Two decades of japanese monetary policy and the deflation problem*. National Bureau of Economic Research, Cambridge 2004

87. Jentzsch N. *An Economic Analysis of China's Credit Information Monopoly*. China Economic Review 19 (4): 537–50, 2008
88. Jha S, Prasad E, Terada-Hagiwra A. *Saving in Asia and issues for rebalancing growth*. ADB Economics Working Paper Series, no 161, May, Manila, 2009
89. Johnson D. *The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11 country panel*. Journal of Monetary Economics, 49, 1521–1538, 2002
90. Kagami N. *Japan and the International monetary system*. Londra, Intereconomics Maya, 1980
91. Katz R. *Lessons for us from Japan's banking system*. The oriental economist alert, 2009
92. Keynes JM. *The collected writings of John Maynard Keynes*. Volume IX, Essay in Persuasion, Vol XXI, Activities: 1931-1939, World crisis and policies in Britain and America, edited by Moggridge D, Shaping the Post – War World: Bretton Woods and reparations, vol XXVI, activities: 1941-1946
93. Keynes JM. *Tratat asupra reformei monetare*. <http://delong.typepad.com/keynes-1923-a-tract-on-monetary-reform.pdf>, pp 80-82, 1923
94. Kindler HB. *Exchange rate policy in China- The renminbi as an instrument of power politics*, epubli GmbH, Germany, 2010
95. Kiriltescu C. *Moneda- mica encicopedie*. București, ed. Științifică și Enciclopedică, 1982
96. Kiriltescu C. *Relațiile valutare financiare internaționale*. București, ed. Științifică și Enciclopedică, pag. 88-89, 1978
97. Krugman P. *The Myth of East Asian Miracle*. Foreign Affairs 73 (No. 6 1994): 28-44, 1994
98. Kugis L. *How will China's savings-investment balance evolve?* World Bank policy research working paper 3958, 2006
99. Kujis L. *The hamster wheel*. The Economist, october 2009
100. Kutner K.N, Mosser PC. *The monetary transmission mechanism: some answers and further questions*, Economic policy review, Federal reserve of New York, issue May, page 15-26, 2002
101. Lajugie J. *Les doctrines economique*. Paris, ed. PUF, 1974
102. Lardy D. *Capital account liberalization and the role of the renminbi*. Peterson Institute for international economics, 2011
103. Laurens B, Maino R. *China: Strengthening monetary policy implementation*. IMF, january 2007
104. Lee S. *Money Growth Uncertainty and Real Output: Trivariate VAR GARCH-M Model*. Korean Economic Review 1994
105. Lindert PH. *Key Currencies and Gold, 1900–1913*. Princeton Studies in International Finance, vol. 24, Princeton University, 1969
106. Lugauer S, Mark N. *The role of household savings in the economic rise of China*. NBER 2011
107. Luo D, Yao J. *World Financial Crisis and the Rise of Chinese Commercial Banks: An Efficiency Analysis Using DEA*, Journal of Applied Financial Economics, 2010
108. Ma G, Yi W. *China's high saving rate: myth and reality*. BIS Working Paper no. 312,

2010

109. Marcos D, Chamon ES, Prasad E. "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?," *American Economic Journal: Macroeconomics*. American Economic Association, vol. 2(1), pages 93-130, 2010
110. Mishkin FS, Schmidt-Hebbel K. *Does inflation targeting make a difference?* NBER Working Paper 12876, 2007
111. Mishkin FS, Schmidt-Hebbel K. *One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we Know? What do we Need to Know?* NBER WP 8397, 2001.
112. Mohieldin M. director executiv Banca Mondială, <http://www.worldbank.org/ro/news/press-release/2012/09/13/rethink-role-state-finance-says-world-bank>
113. Mokyr J. *Successful Small Open Economies and the Importance of Good Institutions*. SKS, Helsinki, 2006
114. Moore BJ. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. New York:Cambridge University Press, 1988
115. Morrison M, Labonte M. *China currency economic issues and options for US trade policy*. CRS report for congress, 2008
116. Morrison W. *China-US trade issues*. Congressional research service, 2011
117. Muntaz H, Surico P, *Evolving international inflation dynamics: evidence from a time-varying dynamic factor model*. Bank of England, 2008
118. National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 2011*. Beijing: China Statistics Press, 2011
119. National Bureau of Statistics. *A Collection of Sixty Years' of Historical Statistics of the People's Republic of China*. Beijing: China Statistical Press, p 21, 2010
120. Naughton B. The new common economic program: China's eleventh five year plan and what it means. China Leadership Monitor, no 16, available at http://media.hoover.org/sites/default/files/documents/clm16_bn.pdf
121. Neely CJ. *An Introduction to Capital Controls*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, p 13–30, 1999
122. Neupauerova M, Vracec J. *Monetary strategies from the perspective of the intermediate objectives*. Panoeconomicus, p220, 2007
123. Ocampo JA. *Why Should the Global Reserve System Be Reformed?*. Friedrich Ebert Stiftung, Dialogue on Globalization, Jan 2010
124. Øverland I. *Chinese Perspectives on Russian oil and gas*. Londra, ed. Routledge, 2009
125. Pami D. *Determinants of inflation in an open economy Phillips Curve framework the case of developed and developing asian countries*. Global research group-ICICI Bank, p 10-15, 2009
126. Panckhurst P. China Bank Bad-Loan Ratio Jumps Most in at Least a Decade. 2015 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-23/china-bank-bad-loan-ratio-jumps-most-in-at-least-a-decade>
127. Păun C. Inflația și cauzele ei monetare. ASE București, <http://www.finint.ase.ro>
128. Pelinescu E. Competitivitatea economică și cursul de schimb în România. <http://www.ipe.ro/RePEc/WorkingPapers/cs5-2004-1.pdf>
129. Peng Z. China energy import dependency – status and strategies.

<http://www.esi.nus.edu.sg/docs/event/zhou-peng.pdf>

130. Petersen A, Barysch K. *Russia, China and the Geopolitics of Energy in Central Asia*. pp.42-43 , 1992

131. Popa C. The globalization and the international financial institutions. Munich Personal RePEc Archive, 2008, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/24523/1/MPRA_paper_24523.pdf

132. Radulescu E. *Inflatia, marea provocare*. București, Editura Enciclopedica, 1999. Pag 37

133. Rautava J. *Russia Economic policy and Russia-China economic relations*. FIIA report, 30, 2012, p44

134. Razin O, Collins M. *Real exchange rate missalignments and growth*. NBER 6174, 1997

135. Roffia B, Zaghini A. *Excess money growth and inflation dynamics*. European Central Bank, working paper series no 749, 2007

136. Rojas R. The World Bank and the IMF- Time Magazine, 25th July 1994
<http://www.rrojasdatabank.info/capital9.htm>

137. Rongrong S. *Does Monetary Policy Matter in China? A Narrative Approach*. Schumpeter School of Business and Economics, Germany 2012

138. Rose AK. *A stable international monetary system emerges: Inflation targetting is Bretton Woods, reversed*. Journal of International Money and Finance 26 , 663e681, 2007

139. Roubini N, Backus D. *Lectures in Macroeconomics, Stern School of Business*. New York University, 1998

140. Roubini N. *China's bad growth bet. 2011*

141. Roubini N. This "perfect storm" of threats could slam the economy by 2013.
http://articles.businessinsider.com/2011-06-13/markets/30034041_1_global-economy-private-debt-weak-growth

142. Ruby D. The Life-Cycle Hypothesis and the Rate of Time Preference. 2003
http://www.digitaleconomist.org/lch_4020.html

143. Sachs JD. *The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s*. Brookings Papers on Economic Activity 1: 201–68, 1981

144. Salvatore D. *Exchange rate missalignments and the present international monetary system*. Department of economics, Fordham University, New Yorl, Journal of Policy Modelling 34 (2912) 594-604, 2012

145. Șarlea M, Stănculescu O. *Imperiul economic chinez*. olimpiada Națională a Studenților Economiști AFER, Ploiești 2009

146. Șarlea M. *The threat of nonperforming loans in China in lights of the recent crisis*. University of Constanța Annals, 2012

147. Schenk C. *The global gold market and the International Monetary System from the late 19th century to present*. Londra, ed. Macmillan Publishers Limited, 2013

148. Seoud MS. *The effect of interest rate, inflation rate and GDP on national savings rate*. Global Journal of commerce and management perspective, june 2014

149. Serletis A. *The Demand for Money. Theoretical and Empirical Approaches*. New York, ed. Springer ediția II, 2007

150. Shafer J, Loopesko B. *Floating exchange rates after 10 years*. Booking papers on

economic activity 1:1-70, 1983

151. Sheng L. *Did China diversify its foreign reserves*. Journal of applied econometrics, WileyOnline Library, 2011. wileyonlinelibrary.com

152. Stulberg A, Well N. *Oiled Diplomacy*. Albany: State University of New York Press, 333p, 2007

153. Suleman D. *An empirical investigation between money supply, government expenditure, output and prices*. European Journal of Economics, finance and administrative science, pag 60-68, 2009

154. Suslov V. *RMB internalisation and its implications for China*. Russia Economic Cooperation, Economic Research Institute, Russia, 2014

155. Taylor J. Housing and monetary policy. NBER Working paper series 13682, 2007

156. Teulon F. *Sistemul monetar internațional*. Iași, ed. Institutul European, 1997

157. The economist Intelligence unit. *China's stimulus package: a six-month report card*. Lonfra, pp 25, 2009

158. Toader V. *Analiza inflației în România din perspectiva adoptării euro*. Cluj-Napoca, ed. Risoprint, 2009

159. Topal E, Shafiee S. *An overview of global gold market and gold price forecasting, Australia 201*. Resources policy 35- 178-189 , 2010

160. Triffin R. *Gold and the Dollar Crises*. New Haven: Yale University Press, 1960

161. United States Gold Commission. *Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary System Report*, 1982

162. Van Der Wee H. *Prosperity and upheaval- the world economy 1945-1980*. Londra, 1986

163. Vascu T, Dardac N. *Moneda și credit modul 2*,

164. Voskressenski A. *Russia and China: A Theory of Inter-State Relations*. Londra, Ed RoutledgeCurzon, 2003, 279p

165. Walsh R. *Monetary Theory and Policy*. The MIT Press , 1998

166. Walsh R. *Optimal monetary policy with the cost channel*. Journal of monetary economics 53, pag 199-216, 2006

167. Weinstein D, Broda C. *Exporting deflation? Chinese exports and Japanese prices*. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2008

168. Willard T. Does inflation in China affect USA and Japan? IMF, 2006, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0636.pdf>, p 4-7

169. Wong C, Bird R. *China's fiscal system: a work in progress*. Cambridge University Press, 2008

170. Wright E. *The exchange rate system: lessons of the past and options for the future*. IMF, Washington, 1984

171. Xiaochuan Z. Exclusive Interview with the People's Daily. China daily, 2005 <http://www.bis.org/review/r050511b.pdf>

172. Xiaoyang L. Cross country effects of inflation on national savings. december 2014, [https://smartech.gatech.edu/bitstream/handle/1853/52867/Cross-Country%20Effects%20of%20Inflation%20on%20National%20Savings\(ECON3161\).pdf](https://smartech.gatech.edu/bitstream/handle/1853/52867/Cross-Country%20Effects%20of%20Inflation%20on%20National%20Savings(ECON3161).pdf)

173. Xie P, Zhang X. *The coordination between monetary policy and exchange rate policy in an open economy in transition. A case study on China from 1994 to 2000*. Journal of Asian Economics 14, 327—336, 2003

174. Yang D, Kuttner K. *Monetary policy and bank loan supply in China*. William College, Massachusetts, 2010

175. Yang D, Zhang J, Zhou S. *Why are savings rate so high in China, Institute for the study of labour*. 2011

176. Yang Tao D. *Aggregate savings and external imbalances in China*. Journal of Economic Perspectives, vol 26, nr 4, 2012

177. Yao W. *The risk to China from rapid credit growth*. Societe generale Hong Kong, 2014

178. Yifu LJ, Zhou L, Cai F. *The China miracle- Development strategy and economic reform*. Ed, Chinese University Press, 2003

179. Zeppernick R. *Effects of the euro on trade, capital markets and the International Monetary System*, Intereconomics, 1999

B. Surse de Internet consultate

1. Asian banking and finance <http://asianbankingandfinance.net/lending-credit/in-focus/fitch-warns-bad-debt-tsunami-overwhelming-china%E2%80%99s-banks>
2. ASE, departamentul de cibermetică, <http://www.asecib.ase.ro/Roman/am/cap2.pdf>
3. *Biblioteca online ASE - www.ase.ro/upcpr/profesori/165/RMFI6.ppt*
4. Asia Times- Bad loans haunt China's banks, http://www.atimes.com/atimes/China_Business/MD12Cb01.html
5. Australia- department of foreign affairs and trade <http://www.dfat.gov.au/publications/stats-pubs/australias-exports-to-china-2001-2011.pdf>
6. Banca Centrală a Chinei- <http://www.centralbanksguide.com/peoples+bank+of+china/>
7. Banca centrală a Chinei, Taiwan <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=29876&ctNode=859&mp=2>
8. Banca Centrală a Chinei - PBC - China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2006. People's Bank of China, www.pbc.gov.cn/english/xinwen, Beijing, 2006
9. Banca Centrală a Chinei- China Monetary Policy Report, Quarter 4, 2006, http://www.china.org.cn/business/laws_regulations/2007-06/22/content_1214826.htm
10. Banca Mondială- Banca Mondială- <http://www.worldbank.org/ro/news/press-release/2012/09/13/rethink-role-state-finance-says-world-bank>

11. Biroul Național de statistică- Indicele prețurilor de consum,
<http://www.statistica.md/public/files/Metadate/IPC.pdf>
12. Bloomberg- <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-23/china-bank-bad-loan-ratio-jumps-most-in-at-least-a-decade>
13. Bloomberg <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-08/china-s-deflation-threat-what-to-look-for-beyond-the-headlines>
14. Business Today- <http://businesstoday.intoday.in/story/indian-economy-stanchart-china-us-brazil-brics/1/15984.html>
15. China Banking Regulatory Commission- <http://www.cbrc.gov.cn/english/index.html>
16. China business review- <http://www.chinabusinessreview.com/consumption-new-key-to-chinese-growth>
17. China daily- <http://www.bis.org/review/r050511b.pdf>
18. Comisia ONU 2008 http://www.un.org/esa/desa/papers/2011/wp104_2011.pdf
19. Digital Economist http://www.digitaleconomist.org/lch_4020.html
20. Dobrescu E- Criza financiară actuală și intervenția statului în economie,
<http://www.caleaeuropeana.ro/criza-financiara-actuala-si-interventia-statului-in-economie/>
21. Economist Corporate Network- The 12th five year plan: China's Economic Transition,
http://www.finnode.fi/files/39/The_12th_Five-Year_Plan_China_s_Economic_Transition.pdf
22. Energy Information Administration-
<http://www.eia.gov/oiaf/aeo/tablebrowser/#release=IEO2013&subject=0-IEO2013&table=6-IEO2013®ion=0-0&cases=Reference-d041117>
23. Eurostatistics- http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance_of_payment_statistics/ro#Contul_curent
24. FMI, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>,
25. FMI, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10275.pdf>
26. FMI, https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_cc_01.htm
27. Hong Kong statistics <http://hong-kong-economy-research.hktdc.com/business-news/article/Hong-Kong-Industry-Profiles/Import-and-Export-Trade-Industry-in-Hong-Kong/hkip/en/1/1X000000/1X006NJK.htm>

28. Investment tools,
http://www.investmenttools.com/equities/world/china_shanghai_composite.htm
29. Investopedia - <http://www.investopedia.com/terms/s/seigniorage.asp>,
30. Kitco statistics, <http://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>
31. Kushnir statistics
http://kushnirs.org/macroeconomics/household_consumption_expenditure/household_consumption_expenditure_denmark.html
32. Research Institute of Economy, IAA-
<http://www.rieti.go.jp/en/china/06102701.html>,
33. McKinsey Global Institute- <http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research>
34. Ministerul de Comerț din China-
<http://english.mofcom.gov.cn/article/statistic/foreigninvestment/>
35. National people's Congress of the People Republic of China
http://www.npc.gov.cn/englishnpc/Special_12_2/2014-03/12/content_1852674.htm
36. OECD statistics- <http://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=FDIINDEX>,
37. OECD- *National Accounts of OECD Countries 2009, -Volume II, Detailed Tables*,
OECD Publishing, http://dx.doi.org/10.1787/na_vol_2-2009-en-fr, 2009
38. OECD- China Economic Survey 2010,
<http://browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/product/1010061e.pdf>
39. PWC report- *The world in 2050*, <http://www.pwc.com/gx/en/issues/the-economy/assets/world-in-2050-february-2015.pdf>, pag 19
40. Research Institute of Economy, Trade and Industry- *Should China Keep its Exchange Rate Stable Against the Dollar? - Mundell as a Nobel laureate versus Mundell as a young economist*, 2006 <http://www.rieti.go.jp/en/china/06102701.html>
41. SAFE – State Administration of Foreign Exchange,
<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/>
42. US Treasury statistics, <http://www.treasury.gov/ticdata>
43. Wall Street Journal
<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323623304579056704113253902>