



REAL ACADEMIA DE DOCTORES

Financiación del déficit externo y ajustes macroeconómicos durante la crisis financiera El caso de Rumania

•

Discurso de ingreso del académico correspondiente

Excmo. Sr. Dr. Mugur Isarescu

Doctor en Ciencias Económicas

En el acto de la su recepción, 24 de noviembre de 2009,

y

discurso de contestación por el Académico Numerario

Excmo. Sr. Dr. Alfredo Rocafort Nicolau

Doctor en Ciencias Económicas

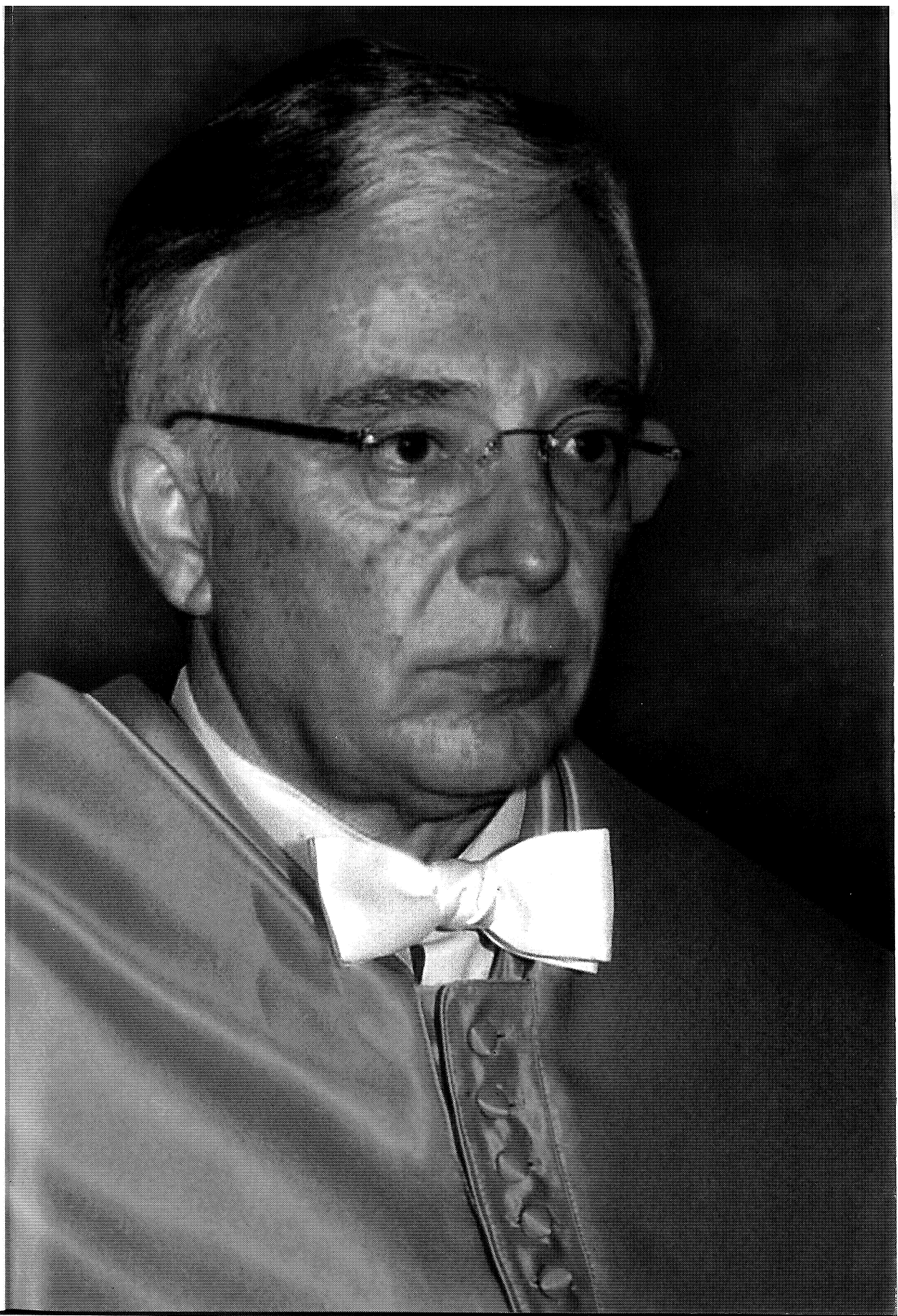
Barcelona

2009

Dr. Mugur Isarescu

Financiación del déficit externo y ajustes
Macroeconómicos durante la crisis financiera
El caso de Rumania

REIAL ACADÈMIA DE DOCTORS
-Publicacions-



EXCELENTÍSIMO SEÑOR PRESIDENTE,
EXCELENTÍSIMOS SEÑORES ACADÉMICOS,
SEÑORAS Y SEÑORES,

Que me permitan expresar el gran honor de estar presente en esta importante sesión, en la cual se hace el acto de mi recepción como Académico Correspondiente para Rumanía de la Real Academia de Doctors.

Agradeciéndoles, Excelentísimo Señor Presidente, por el destacado honor de sostener mi entrada en una de las mas honradas instituciones reales de España – seguidora de la celebra Junta de los Cien Sabios de España – quisiera asegurarles de mis sentimientos mas destacados de gratitud y, a la vez, sobre la mía intención de contribuir, por mis esfuerzos, al sostener el alcance de las altas objetivos de la institución real, más reconocida al mundo.

Agradezco a los excelentísimos señores académicos su generosa acogida y espero ser merecedor de tan gran honor.

Introduction

The issue of the financing-adjustment relation can be best described starting from the corporate level. Here, an adjustment programme may attract financing only if the envisaged changes are trustworthy. Corporations may raise the funds necessary to fulfil the new goals via capital increases made by owners, via taking out new bank loans or selling newly-issued corporate bonds to the public.

At macroeconomic level things are much the same, but instead of a company's balance sheet, we speak about a country's balance of payments with its two accounts, i.e. the capital account and the current account. These accounts register the continuous changes reflecting the country's foreign transactions. The direction of such changes may differ from one year to another. For this reason, not any change in the equilibrium of the two accounts may be defined as an adjustment. In order to describe an adjustment in the balance of payments, the key concepts are the improvement or the worsening in the balance of either account.

The improvement concept may apply, separately, both to the current account and the capital account. According to economic literature, a reversal in the current account occurs if, at the same time, the change in the balance is large relative to nominal gross domestic product (GDP) and lasts for more than one year (Milesi-Ferretti and Razin, 2000). Thus, an improvement in the current account occurs if, for several years, the current account deficit narrows significantly both in relative and absolute terms. An improvement in the capital account is indicative of substantial capital inflows. Since massive capital inflows are also associated with troubles, including a sizeable appreciation of the exchange rate, an improvement in the capital account is also referred to as "the capital inflows problem" (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993).

Conversely, a worsening of the current account is reflected by the twin deficits or by relatively wide deficits. Furthermore, a worsening of the capital account reflects the sudden stop in capital inflows, or even net outflows of capital. A sudden stop is defined as a sufficiently large reversal in capital inflows compared to the average for the previous years, accompanied by a noticeable upsurge in capital cost (Calvo, Izquierdo and Mejia, 2004, and Calvo, Izquierdo and Loo-Kung, 2006).

The difference between quasi-individual adjustments and global adjustments in the balance of payments is useful in drafting economic policies. Quasi-individual adjustments emerge in cases where, due to specific conditions, one country alone faces relatively heavy capital inflows over a certain period, followed by a decrease in such inflows. Global adjustments are characterised by synchronous, large capital inflows in a great number of countries, followed by their relative reduction for the entire group. Usually, the number of countries facing large capital inflows simultaneously is relatively small. However, from time to time, simultaneous episodes of massive capital inflows occur in a relatively great deal of countries. Over the past few years, very many countries, Romania included, were faced with the capital inflows problem. For this reason, I will refer to synchronous, large capital inflows.

As recently pointed out by Reinhart and Reinhart (2008), there may be a relationship between these synchronous, large capital inflows and external sovereign defaults, currency crashes, inflation crises and banking crises. The authors defined the crises for each of the above-mentioned components and constructed specific probabilities of crisis emergence for the 1960-2007 period in 66 countries. The probabilities were defined both conditional and unconditional on the episodes of heavy capital inflows. The final outcome is that, for low- or middle-income countries, the conditional probabilities for a crisis to emerge are significantly higher than unconditional ones.

In other words, the number of crises is higher around the episodes of large capital inflows. One may conclude, in practice, the ensuing magnitude of adjustments and financings is different from that seen in quasi-individual episodes of substantial capital inflows for a given period, followed by their reduction. This owes to the fact that, if synchronised crises occur in any of the cited components – sovereign debt, exchange rate, inflation and banking system –, synchronised recession episodes are likely to follow. Certainly, simultaneous resorting to external financing with a view to underpinning a great many anti-crisis programmes makes the resources to each country relatively less available and costlier than in the case where only a small number of countries use a given amount of resources. In addition, synchronised recession episodes could translate into greater individual recessions for the economies in which the export-oriented sector holds a sizeable share in GDP.

Against this background, the difficulty in adopting a package of reforms and in securing external funding is bigger in the context of the quasi-singular episodes when a large capital inflow cycle ends. Romania took this into account at the time of asking for financial assistance from the EU, the IMF and other international financial institutions to cover the financing gap estimated for 2009 and 2010. I will get back to this topic in the concluding section of the paper.

The modern age of global finance saw several episodes of such synchronous, heavy capital inflows. In principle, once in a while, foreign investors find enough reasons to invest relatively large amounts of capital in emerging economies. Considering the time period that elapsed after World War I, one may assert that the pattern failed to repeat itself in the '30s, the '40s and the '50s.

The longest cycle of synchronous, massive capital inflows lasted from 1975 to 1982 and was followed by the debt crisis. The heavy capital inflows resurfaced during the 1990-1993 period and were followed by debt

restructuring in the emerging economies. Starting in 2002, a large number of countries were faced with massive capital inflows. The end of the capital flow bonanza overlapped the onset of the financial turmoil in July 2007. In Romania, this episode became more manifest in 2004 and came to an end in 2008.

Next, I will elaborate on the causes generating synchronous, massive capital inflows in a relatively great number of countries and the key developments emerging when the countries are faced with heavy capital inflows. In so doing, I will show the stylised facts, as they can be elicited from literature (Calvo et al., 1993). Then I will describe the case of Romania and the major challenges to economic policies. Finally, I will resort to the results described in the literature to present in a stylised manner the implications on some macroeconomic variables in the event of a capital account worsening. I will draw on these results to show that the provisions under the arrangement signed with the EU and the IMF are in line with the results described in the literature.

1. Causes and effects of massive capital inflows

In recent years, one of the causes of massive capital inflows in emerging economies was excess liquidity. The liquidity surplus in developed economies caused the persistence of low interest rates and the reduction in volatility on financial markets. Moreover, despite excess liquidity, economic growth in advanced countries slowed down in recent years, the profitability in several industries dropping to relatively low levels.

In this context, investors started the search for yield and profit opportunities in emerging economies. In such cases, interest rates acted via the portfolio channel (Calvo, Leiderman and Reinhart, 1993). In addition, low interest rates and portfolio diversification led to the improvement in debt default probabilities in emerging countries, implying the activation of the channel suggested by Dooley et al. (1996). Gradually, investors were no longer wary of emerging economies so that large capital inflows were further recorded for several years. Reinhart and Reinhart (2008) showed that, during 1980-2008, the maximum period of massive capital inflows in 181 countries was of 3 years for more than 50 countries and 4 years for more than 30 countries. Nevertheless, in almost 20 countries that period lasted 5 years.

This does not necessarily imply that large capital inflows were recorded solely by emerging economies. They were relatively large in low-income countries, as well as in middle- and high-income countries, OECD members. For instance, capital inflows were relatively high in the US (2002-2007), in the United Kingdom and France (2005-2007), in Spain (2004-2007). In Romania, large capital inflows were recorded during 2004-2008.

The favourable economic outlook associated with the accession to an economic union was another major cause for synchronous capital inflows in several countries. It is the case of countries joining the European Union or

NAFTA. Foreign investors acted on the assumption that the accession to a union is an anchor limiting exchange rate fluctuations, cutting capital costs by lowering risk spreads and maintaining share prices at satisfactory levels. Milesi-Ferretti and Lane (2006) provided a breakdown of sources of massive capital inflows in Central and Eastern European (CEE) countries. The euro area countries provided 73-95 percent of total foreign direct investment in CEE countries. In 2004, in most CEE countries, more than 50 percent of total portfolio investment on the stock exchange came from the euro area, which was also the main source of foreign assets in the banking systems of CEE countries as well as of debt-creating long-term investment.

The rise in prices of goods such as crude oil, copper, diamonds, a. o. (“hard” commodities) fostered capital inflows in countries exporting the aforementioned goods. Where capital inflows in countries exporting such commodities are due to low or negative real interest rates in the countries of origin of capital, then the prices for such goods come under the impact of the interest rate channel (Frankel, 2006). Nevertheless, the empirical assessments of Reinhart and Reinhart (2008) covering the 1967-2006 period do not clearly confirm the reverse correlation between real interest rates and the prices for the above-mentioned commodities.

Large capital inflows had similar effects in emerging economies. A stylised assumption refers to a common pattern for developments in some variables and a relatively similar response model of economic policies. Hence, relatively large capital flows entered rather small and shallow markets. The discrepancy between the financial depth of emerging economies and the volume of capital inflows led to currency appreciation, fast growth of asset prices and the rise in prices for “hard” commodities. The favourable price changes entailed further increases in capital inflows, which caused these growth rates to continue for relatively long periods. Favourable price developments led to the improvement in fiscal indicators and the reduction in the cost of foreign currency credit, thus fostering lending. The fast expansion of lending caused the widening of the structural

weaknesses of the banking system, which became dependent on foreign capital inflows.

In terms of policies, the authorities' response focused on several common areas, such as reserve purchase in order to prevent excessive appreciation. This process was more visible in the countries exporting energy resources. Another area, closely linked to the first one, envisaged the rise in required reserves, the levying of taxes on financial transactions, other administrative restrictions in order to alleviate capital inflows and reserve accumulation. Moreover, favourable price developments dampened the real need for structural adjustments, which were postponed. This was probably the most important implication for the respective economies since, in the long run, the delay in structural adjustments has a negative impact on external competitiveness.

2. Developments after the end of large capital inflow episodes – stylised facts

It goes without saying that each country has its own particular features and this is why each current account reversal, each episode of massive capital inflows, each sudden stop in capital inflows and each financial crisis has particular features. However, they do have some things in common: irrespective of the country or the period of occurrence. We show particular interest in such common features in terms of the dynamics of selected indicators, such as GDP, real exchange rate, inflation and current account both before and after the end of an episode of large capital inflows. Certain patterns relating to the dynamics of the aforementioned indicators can be identified based on the results described in the literature, the latest one belonging to Reinhart and Reinhart (2008). Since the pattern of these dynamics during the episode of heavy capital inflows has been described both in general and in the particular case of Romania, the focus will be on a matter of utmost interest these days, namely the likely trajectory of the abovementioned indicators after the cycle of large capital inflows ends. Following the methodology of various other works, Figure 1 sets out the developments in current account, GDP, exchange rate and inflation in a stylised manner four years ahead and four years after the end of the episode of large capital inflows.

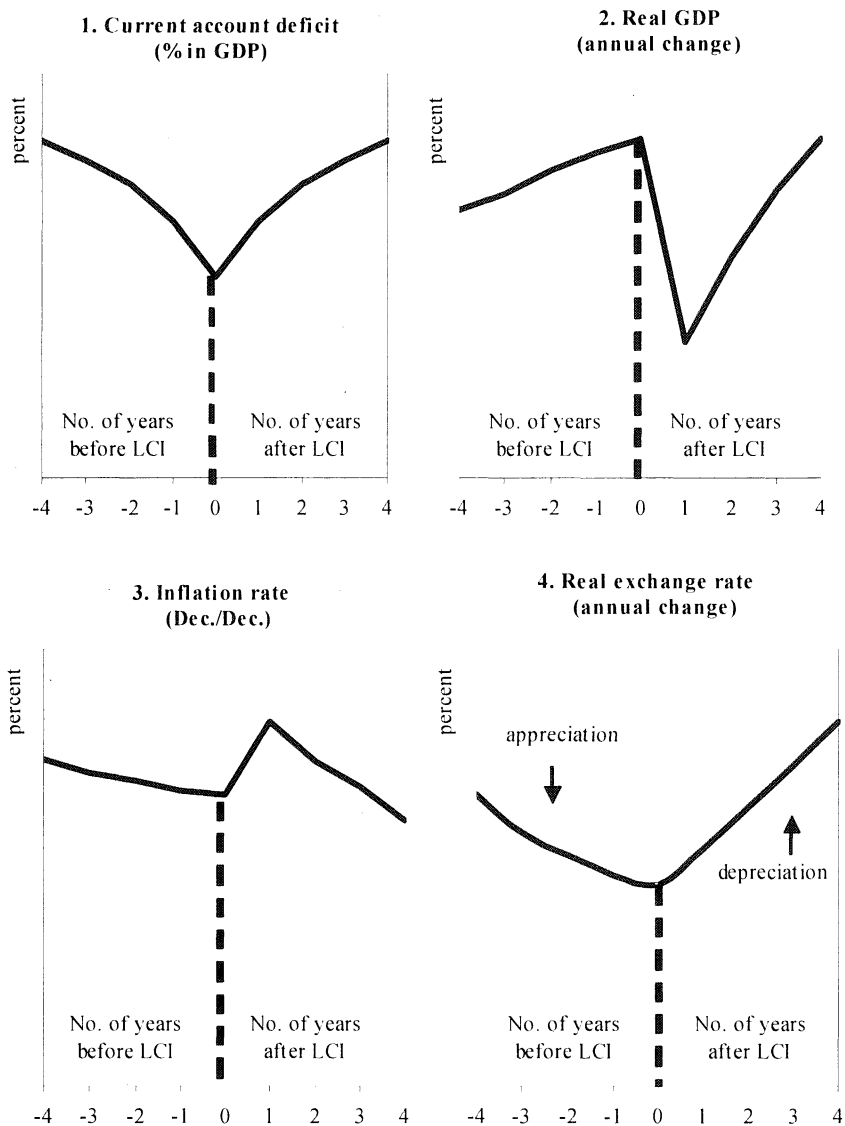
Chart 1 in Figure 1 depicts the evolution of the current account deficit prior to the end of the episode of sizeable capital inflows ("0" on the horizontal axis). This depiction reflects the identity typical of the balance of payments, namely that the current account deteriorates during the episode of massive capital inflows. At the same time, the end of the episode of heavy capital inflows overlaps the initiation of current account adjustment towards levels seen in the run-up to the reversal. The V-shaped pattern of current account developments is sharper in low- and middle-income countries (Reinhart and Reinhart, 2008).

In line with expectations, real GDP growth is relatively high during a capital flow bonanza and is followed by a sudden drop in the year when the episode ends and a relatively fast recovery thereafter. In other words, subsequent to the end of the cycle of heavy capital inflows, the GDP trajectory is V-shaped, as illustrated in Chart 2, Figure I.

The attempt at identifying a pattern on how inflation fared was the most difficult, because the data presented in the literature vary to a great extent, which could be an indication of the major role played by monetary policy both before and after the large capital inflows. I tend to believe that the end of the cycle of heavy capital inflows is followed by a short-term bout of inflation (basically on account of the exchange rate channel), while the subsequent decline in inflation is triggered by the recession and the downbeat expectations that are typical of the periods following capital flow bonanzas. This view may be explained by a relatively large nominal depreciation. However, over the following years, inflation reverts to levels more or less similar to those seen prior to the stop in the heavy capital inflow episode. The stylised profile is depicted in Chart 3, Figure I.

Chart 4, Figure I sets out the stylised trajectory of the exchange rate. If massive capital inflows span over several years, the real appreciation on an annual basis tends to be significant, so that the cumulated appreciation is also significant, leading to the downward path in the chart. Nevertheless, the end of the episode of large capital inflows results in a cumulated real depreciation even higher than the cumulated appreciation. The literature shows that in most cases real depreciation becomes manifest via a nominal depreciation of the currency. In the stylised trajectory shown in Chart 4, Figure I, real depreciation is driven by the drop in prices no earlier than the first year after the end of the episode.

Figure I



LCI: large capital inflows

Source: Stylised facts based on the results shown in the professional literature.

For the most recent empirical assessments, I resorted to Reinhart and Reinhart

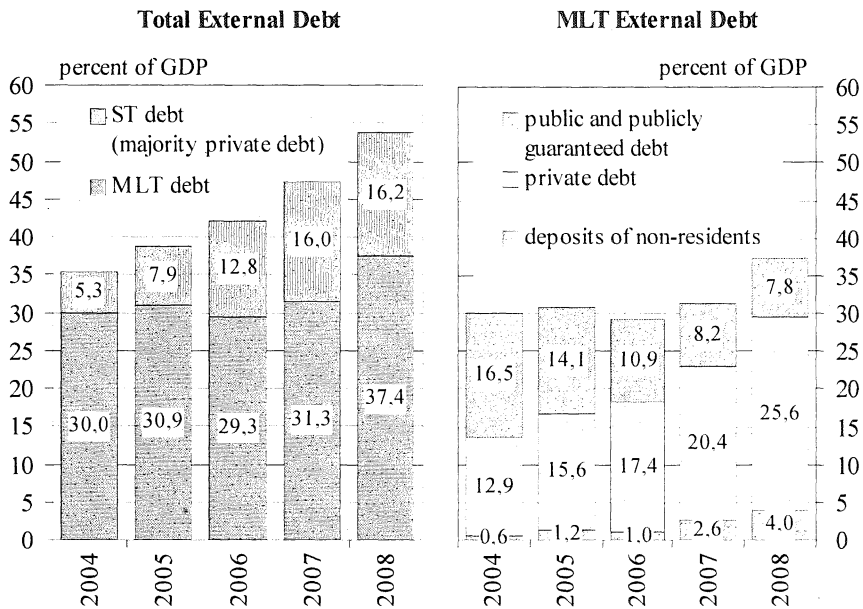
Charts 1-4 in Figure I allow an overall view of what can be expected in terms of the developments in the aforementioned indicators after the episode of large capital inflows comes to an end. They are an indication of which curve profile cannot be precluded by a country after an episode of large capital inflows draws to an end. However, while the curve profiles are similar for most countries, the curve slopes both before and after the end of an episode of large capital inflows may be sharper or less sharp. It is up to policy-makers to draft policy measures during such an episode in order to influence both the level where a U-turn occurs and the slopes following the end of an episode of sizeable capital inflows. I will show in the following section that the policies envisaged by the arrangement Romania signed with the EU and the IMF are aimed at smoothing out the slope of the trends of the above-mentioned indicators so that the necessary adjustments unwind at a reasonable pace, without destabilising the economy.

3. Case study – Romania

3.1. The period of massive capital inflows

Foreign capital inflows in Romania have picked up since 2004. The current account deficit widened from 8.4 percent of GDP in 2004 to 13.5 percent of GDP in 2007 and to 12.3 percent of GDP in 2008. The medium- and long-term external debt of the private sector posted an almost twofold increase (Chart 1), from 12.9 percent of GDP in 2004 to 25.6 percent of GDP in 2008.

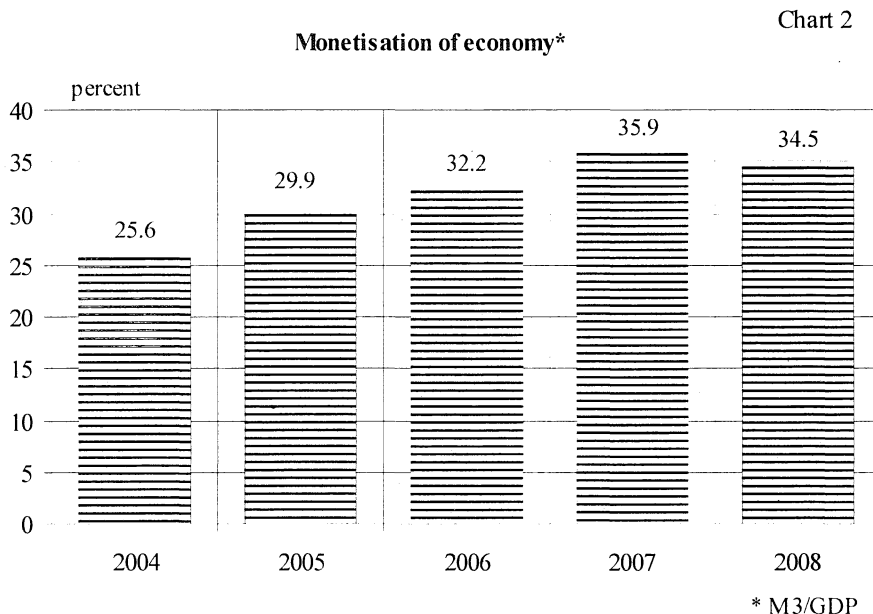
Chart 1



Source: National Bank of Romania, Ministry of Public Finance, National Institute of Statistics

In 2004, the Romanian economy had little financial depth (measured as a ratio of M3 to GDP) of only 25.6 percent. The financial depth increased on the back of massive capital inflows, yet it remains relatively low by

advanced economy standards (34.5 percent of GDP in 2008). Given the relatively little financial depth, the effects of capital inflows emerged fast and were significant (Chart 2).



Source: National Bank of Romania, National Institute of Statistics

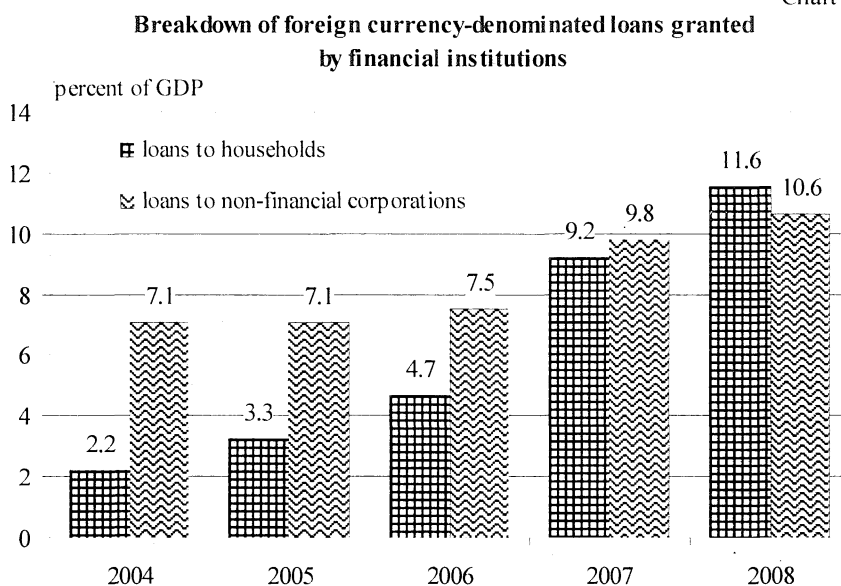
The exchange rate appreciated in both real and nominal terms. The domestic currency appreciated in nominal terms from nearly RON/EUR 4.1 in January 2004 to RON/EUR 3.1 in July 2007 (about 24 percent). Along with the relatively high fiscal dominance and the net debtor position of the National Bank of Romania (NBR), heavy capital inflows became a serious matter of concern in terms of implementing inflation targeting, i.e. the new monetary policy strategy adopted in August 2005. While boosting disinflation, the domestic currency appreciation was so strong that it tended to affect the external competitiveness of Romania. To this added the episodes of high volatility on the foreign exchange market.

As in other CEE countries, foreign banks operating in Romania took funds from their euro area parent-banks. In 2004, nearly 72 percent of

liabilities came from the euro area and 21 percent from the United Kingdom. During 2004-2008, foreign liabilities of the banks in Romania increased more than six times, from EUR 3.8 billion to EUR 24.5 billion. Such rises were reported across the entire maturity spectrum.

The surge in banks' foreign currency holdings and the appreciation of the domestic currency acted jointly towards boosting lending in foreign currency. Loans expanded for several successive years at annual growth rates ranging from 60 percent to 80 percent in real terms. The share of foreign currency-denominated loans to households grew more than five times, from 2.2 percent of GDP in December 2004 to 11.6 percent of GDP in 2008. Moreover, the share of foreign currency-denominated loans to the corporate sector picked up substantially (Chart 3). Overall, financial intermediation (loans to the private sector/GDP) increased from 16.6 percent in 2004 to 39.3 percent in 2008 (Chart 4).

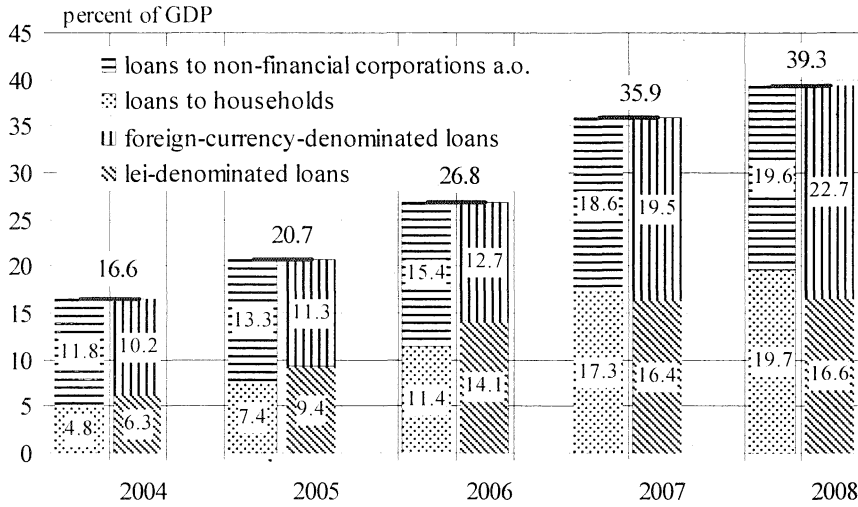
Chart 3



Source: National Bank of Romania

Chart 4

Breakdown of loans to the private sector

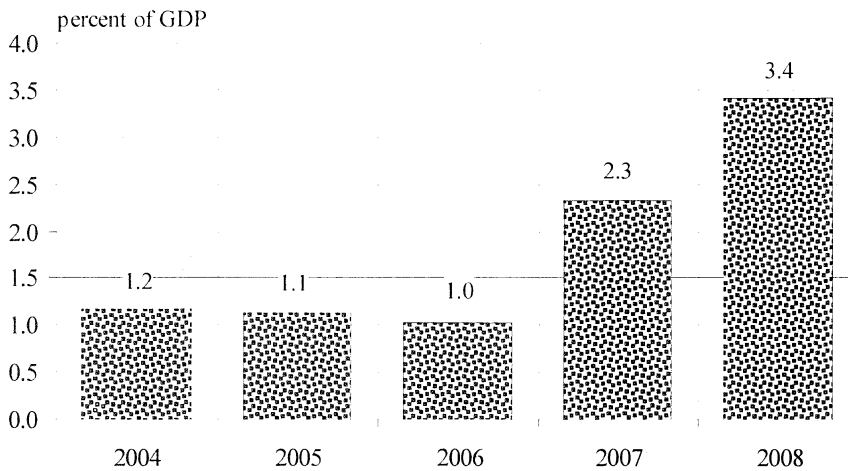


Source: National Bank of Romania, National Institute of Statistics

Government credit hovered around relatively low levels during the period under review (Chart 5).

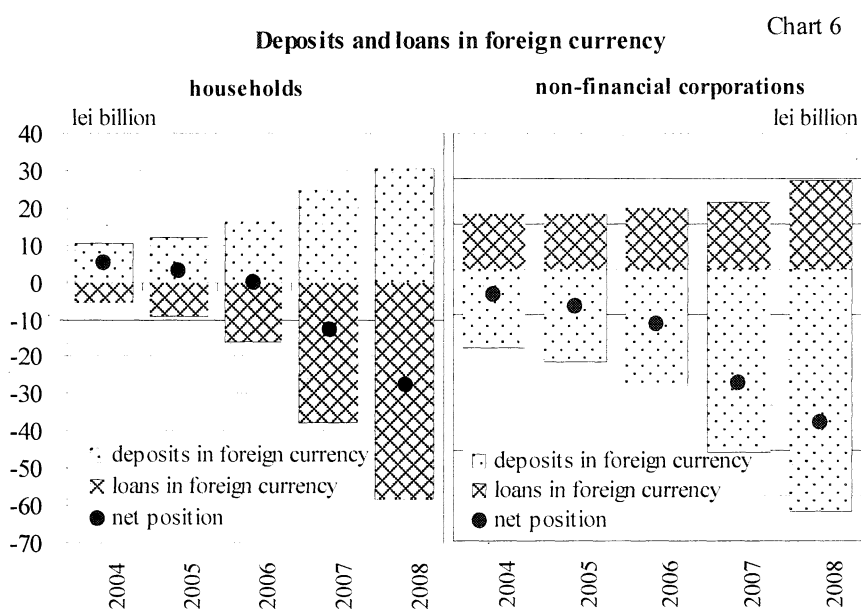
Chart 5

Government credit



Source: National Bank of Romania, National Institute of Statistics

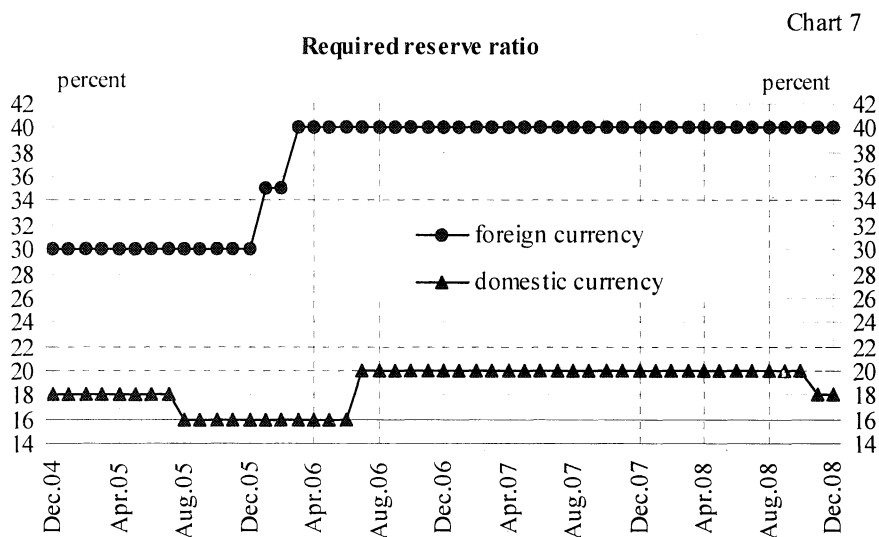
Banks came to rely heavily on external financing, while the mismatch between foreign currency-denominated assets and forex liabilities of both companies and households widened. In 2004, the difference between forex-denominated deposits and loans in the corporate sector stood at around lei -5 billion, increasing sevenfold by March 2009, i.e. lei -34 billion. As for households, the differences stood at lei +5 billion and lei -28 billion respectively (Chart 6). These imbalances stand out as one of the most serious vulnerabilities faced by the domestic economy, as they are the main channels whereby the potential halt in external financing feeds through into exchange rate depreciation.



Source: National Bank of Romania

These developments reinforced each other, so that during 2005-2007 there were periods when inflation expectations coexisted with a markedly stronger domestic currency. Under the circumstances, the central bank was faced with a serious dilemma in terms of the newly-adopted monetary policy regime. Policy rate hikes, required for bringing expectations in line with the inflation target, attracted further foreign capital, which entailed the appreciation of the leu.

Along with policy rate changes given the coexistence of upward pressures on the domestic currency and inflationary pressures, the central bank also increased required reserves in order to dampen capital inflows. Required reserves for foreign currency-denominated liabilities were gradually raised from 20 percent at the onset of 2002 to 40 percent in early 2006 (Chart 7). The measure failed to deter capital inflows, which managed to find ways of circumventing the restriction. Despite higher required reserves, commercial banks' foreign-currency-denominated liabilities advanced EUR 4.8 billion in 2006, then EUR 7.8 billion in 2007 and a further EUR 5.8 billion in 2008. Nearly 75 percent of the increase in foreign banks' liabilities during 2005-2008 occurred after required reserves had been raised to 40 percent.



Source: National Bank of Romania

The constraint deriving from the large capital inflows was severe enough for the NBR to opt for maintaining a managed float regime of the domestic currency. This led to criticism by some analysts who claimed that the inflation targeting strategy adopted in 2005 involved the free float of the domestic currency in order to avoid potentially conflicting targets. The NBR explained that it would not target a particular exchange rate, but rather seek

to deter its movements towards unsustainable levels. Consequently, during 2005-2008 the NBR did not refrain from making discreet forex market interventions by purchasing considerable amounts of foreign currency so as to preclude the fast overappreciation of the leu, which was likely to cause a dangerous erosion of the Romanian economy's external competitiveness and to lead to a fall in inflation, yet in an unsustainable manner.

At this juncture, I should bring to the fore other arguments in favour of a managed float policy for the Romanian currency. The major reason underlying the NBR's purchases of foreign currency consisted in the fact that the leu strengthened in both nominal and real terms, concurrently with an extremely loose wage policy in 2006 and especially in 2007. During those years, pay rises overtook productivity gains, thus reducing the previously accumulated competitiveness gains and contributing definitely to the worsening of the balance of payments current account.

Another argument I would like to point out is of a precautionary nature. As it has been noticed in practice, the end of cycles of synchronous large capital inflows coincide with somewhat abrupt depreciation episodes, which can be avoided provided sufficient reserves are available.

The pro-cyclical conduct of fiscal policy that added to the vulnerabilities associated with the widening of the current account deficit during 2004-2008 also underpinned the NBR's purchases of foreign currency. In principle, fiscal policy may either cushion or magnify the undesired effects of large capital inflows. Such effects are intensified because the cyclical components of GDP, large net capital inflows and higher budget outlays in real terms boost one another. From this perspective, but also judging by the fact that large capital inflows are associated with financial crises, Romania opted for an imprudent fiscal policy during 2004-2008. There were two reasons for this and both are fully explained in the literature. The first reason was that policymakers believed "good times" would be

permanent, which obviously meant that the spending spree could last forever. The second reason relates to 2008 being an election year, which pushed up budget expenditures further. The loose fiscal policy laid the groundwork for an involuntary fiscal contraction in the event of an economic downturn.

Next, I will now focus on the pattern displayed by developments in certain indicators once the episode of large capital inflows has ended.

3.2. Macroeconomic adjustment following the end of large capital inflow episodes

The slope curve, which illustrates adjustments, relies directly on foreign investors' expectations and decisions relative to macroeconomic and structural policies. In 2008, the global financial crisis induced a general lack of trust and fuelled markedly investor aversion to risk. Romania has become a risky destination for investors due to the size of its current account deficit, banks' hinging on external financing, the relatively large foreign borrowing requirements and the high ratio of foreign currency-denominated loans to foreign currency-denominated deposits. Estimations showed that Romania's deficit financing for 2009 could have ranged between EUR 7.5 billion and EUR 16 billion, dependent upon foreign investors' sentiment and their willingness to roll over the credit lines extended to banks and private companies. This gloomy sentiment was reflected in the weakening of the leu during October 2008 – February 2009. In this context, the authorities have decided to implement policies aimed at ensuring minimum cuts in Romania's foreign financing.

As early as December 2008, the economic programme was envisaged to focus on narrowing the external deficit of both public and private sectors, containing the impact of recession, averting a currency crisis as well as on easing inflationary pressures. Attaining these objectives required the design

of adjustment measures meant to bring the economy onto a sustainable path with minimal losses, including in terms of employment.

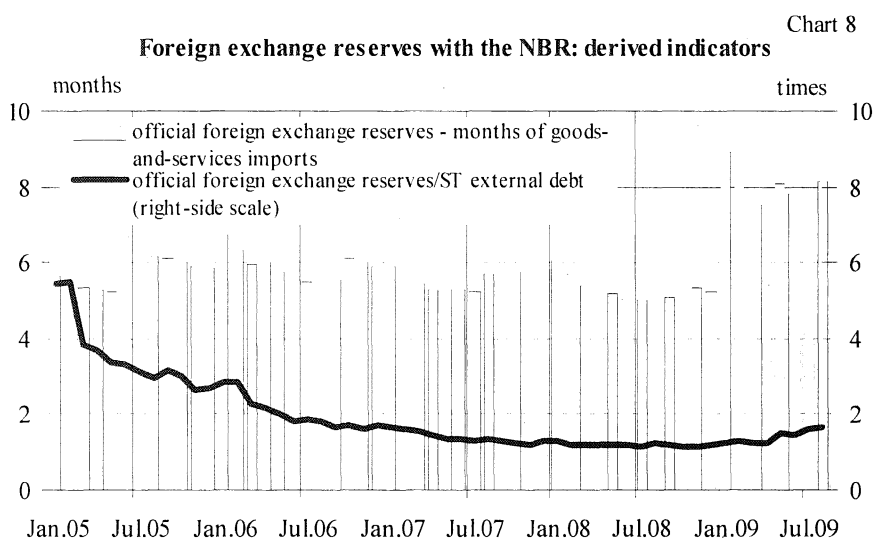
Given the sudden stop of the massive capital inflow episode, the leu's exchange rate developments posed serious challenges. While in the past foreign currency inflows generated the overappreciation of the leu well above the level indicated by exchange rate fundamentals, the reduction in external financing and the degree of uncertainty tended to result in the unwarranted depreciation of the leu.

The challenges were all the more so great that, despite the heavy foreign currency purchases performed during 2005-2007, the NBR only managed to contain the unsustainable appreciation of the leu, instead of completely avoiding it. Moreover, foreign-currency-denominated loans (Chart 6) posted a fast-paced growth and any rapid and excessive depreciation of the domestic currency would have generated negative chain reactions across the banking system. Hence, the central bank's policy on forex market intervention was further steered in this new environment by the philosophy that a high volatility of the exchange rate is detrimental to the inflation target as well as to the financial soundness of the real and financial sectors. A small emerging economy with a significant openness is exposed on an ongoing basis to the threat of capital movements likely to adversely affect the stability of the financial market, the foreign exchange market in particular.

Firstly, the NBR's interventions in the foreign exchange market were meant to avoid an excessive weakening of the domestic currency, while also linking the level and the pace of the depreciation to the progress in the current account adjustment. With this goal in mind, the central bank monitored the developments in the real effective exchange rate of the domestic currency, along with the pressures on external competitiveness stemming from wage bargaining.

Secondly, foreign exchange market interventions were calibrated in line with developments in foreign currency reserves. The foreign currency

reserves resulting from market interventions during the overappreciation period, to which added the funds received under the financing arrangement concluded with the IMF, the EU and other international financial institutions, enabled the central bank to support the domestic currency; despite these interventions, official reserves stood constantly at safety level. The central bank monitors not only the absolute value of forex reserves, but also the derived indicators: foreign currency reserves expressed in months of imports of goods and services and the ratio of forex reserves to short-term debt remained unchanged or improved (Chart 8).

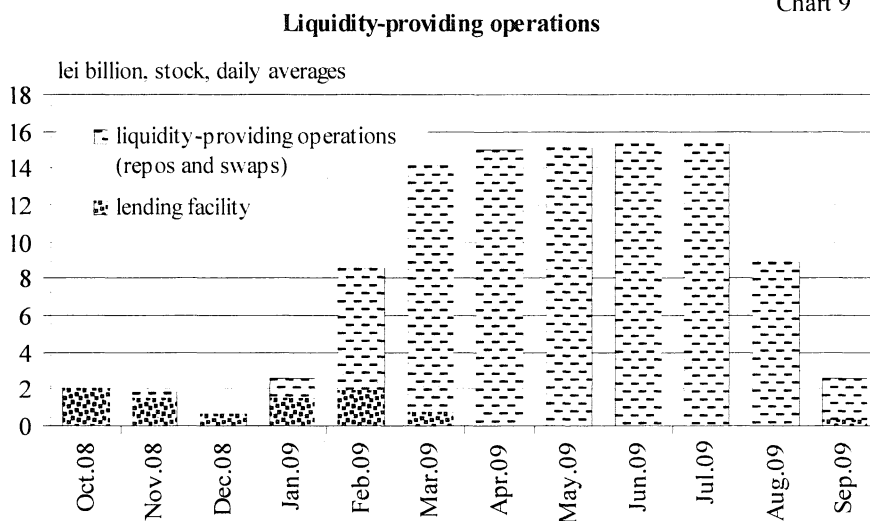


Source: National Bank of Romania, National Institute of Statistics

Thirdly, the magnitude and the timing of forex market interventions were also related to money market liquidity management, given that public deficit was financed, over certain periods, by resorting chiefly to the funds released under the arrangement signed with the EU, the IMF and other international financial institutions. The NBR provided banks with liquidity by way of open-market operations (Chart 9), while in the prior years, amid excess liquidity due to massive capital inflows, the central bank held the position of a net debtor position vis-à-vis the banking system. The rationale

behind the forex market intervention in the above-mentioned context was the attempt to fend off temporary reversals in the NBR's creditor position vis-à-vis the banking system, which could have jeopardised the monetary policy transmission mechanism.

Chart 9



Source: National Bank of Romania

Therefore, it may be asserted that foreign exchange market interventions proved useful not only in keeping the exchange rate within a range consistent with macroeconomic fundamentals, but also in ensuring optimal money market liquidity management.

The National Bank of Romania was not the only central bank to opt for the managed float of the domestic currency. As regards forex market intervention as part of the instrument array used by central banks all over the world, it is noteworthy that the relevance of this tool increased after the onset of the financial turmoil. Central banks in Central and Eastern European countries that have in place a flexible exchange rate system (the Czech Republic, Poland, Romania and Hungary) issued in February 2009 a joint statement whereby they openly declared themselves against an excessive depreciation of local currencies which could not be substantiated by

economic fundamentals and could produce a destabilisation, committing themselves to move towards fighting such a depreciation. The exchange rate developments of the said countries' currencies are presented in Figure II.

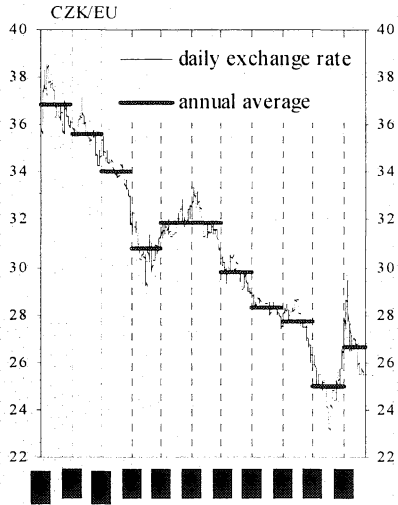
While the relatively high level of these countries' foreign liabilities makes an excessive depreciation undesirable, considering the threat this would pose to financial stability, in other economies the authorities welcome the depreciation given its favourable impact on external competitiveness. In 2009, the latter countries have been facing capital inflows generating appreciation pressures and many of them have chosen to intervene in order to counter these pressures. In this respect, it is worth mentioning the massive interventions of the Swiss National Bank and the devaluation of the Singapore dollar in the spring of 2009, the frequent interventions of the Bank of Israel and the joint interventions of the central banks in Thailand, South Korea, Singapore and the Philippines.

As for Romania's economy, some adjustments would have been very painful for want of external financial support. For instance, if the risk of a financing gap had materialised at the highest level expected for 2009, then the depreciation pressures on the leu would most likely have generated a currency crisis with a negative impact on inflation and, implicitly, on leu-denominated financial assets of households. Other adjustments, such as the cut in public spending, wage cuts included, given that government expenditures had reached unsustainable levels during the massive capital inflow cycle, would have borne the hallmark of lesser credibility. In such an environment, the arrangement concluded with the IMF and the EU brought about two major advantages to Romania's economy: coverage of the external financing deficit and credibility.

Figure II

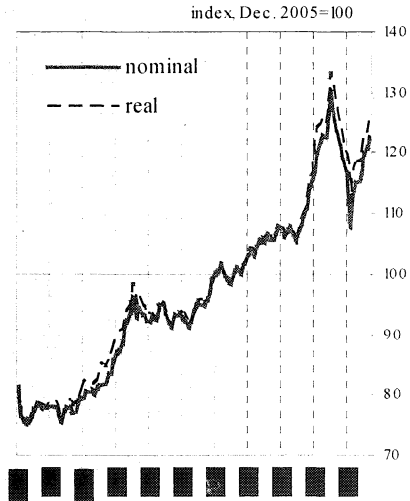
CZECH REPUBLIC

nominal exchange rate vs the euro



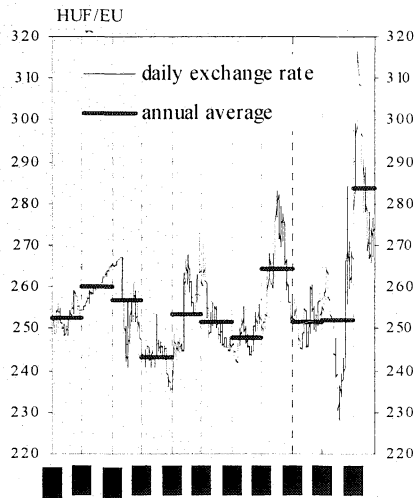
effective exchange rate

(+) appreciation / (-) depreciation



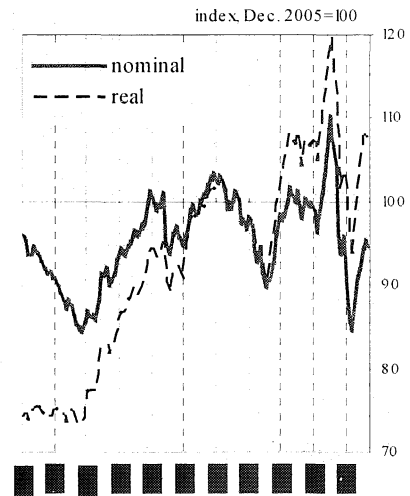
HUNGARY

nominal exchange rate vs the euro



effective exchange rate

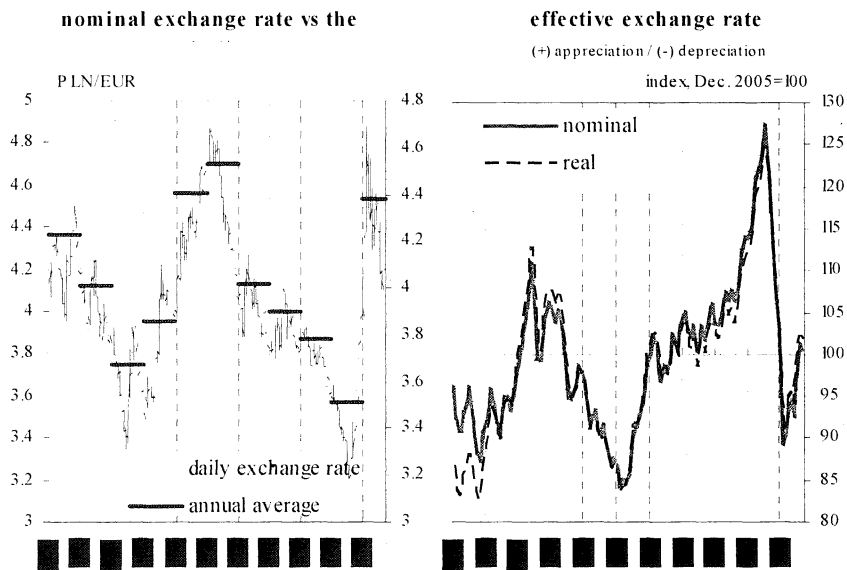
(+) appreciation / (-) depreciation



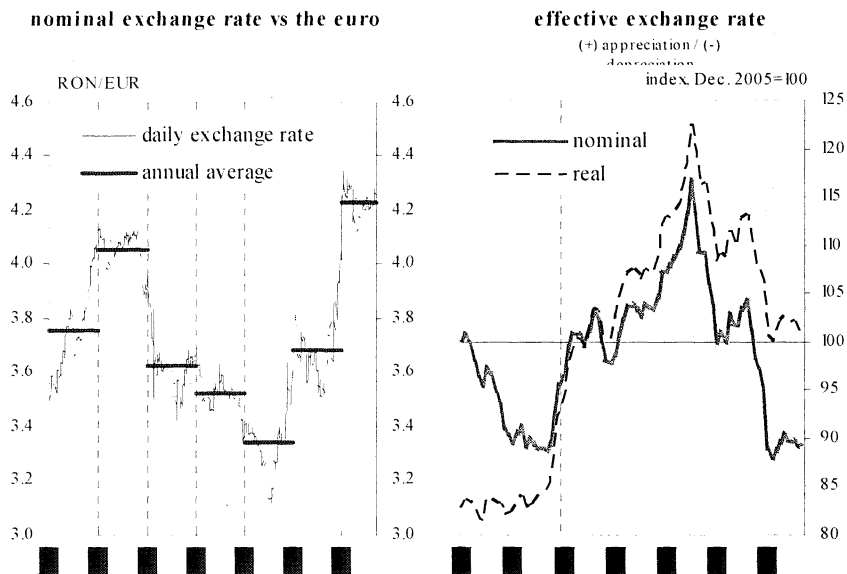
Source: ECB, BIS

Figure II (continued)

POLAND



ROMANIA

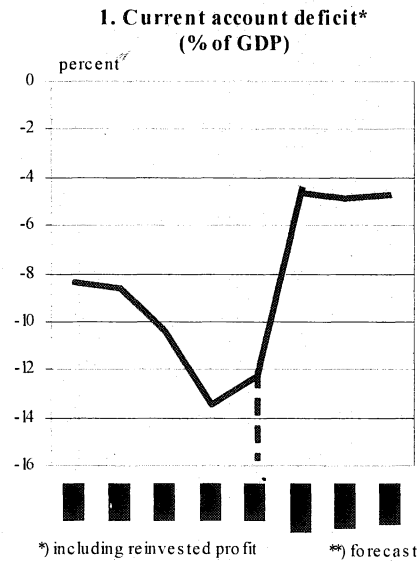


Source: ECB, BIS

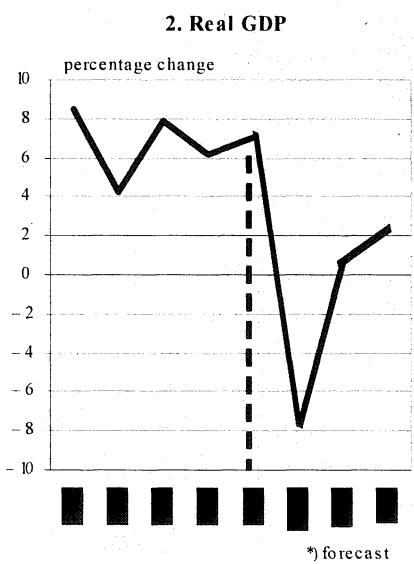
The credibility import from the EU and the IMF prevented some private financings from diminishing or at least made them diminish less. Therefore, the measures set forth in the said arrangements secured the financing of Romania's economy. This financing had a favourable impact in several areas: relatively larger investment compared to the case such arrangements would not have been concluded; slower depreciation and stabilisation of the leu against the euro and other currencies; the signing of the Vienna agreement based on which banks committed themselves to roll over the credit lines and to maintain capital adequacy ratios at safety levels. As for the future developments in the real effective exchange rate of the domestic currency, it is desirable that it stabilise around a level consistent with a current account deficit that may be safely covered via foreign direct investment.

Lower depreciation pressures on the leu and, implicitly, lower inflationary pressures *ceteris paribus* that emerge via the exchange rate channel, along with the fiscal consolidation efforts allowed the central bank to adopt a cautious easing of the monetary policy stance, which will make the descending slope of the GDP less sharp, without fuelling further inflationary pressures. The expected developments in GDP, inflation and the current account deficit presented in Figure III are similar to the profiles of the trajectories illustrated in Figure I.

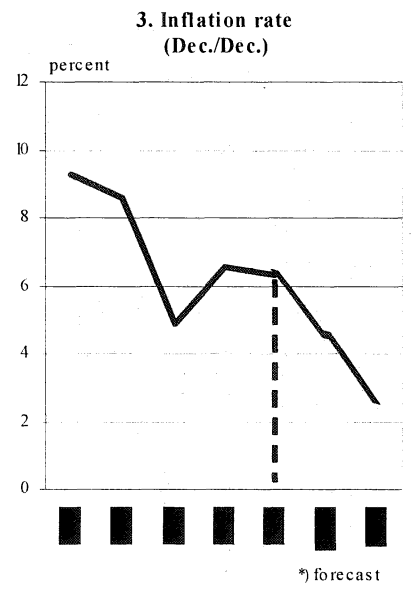
Figure III



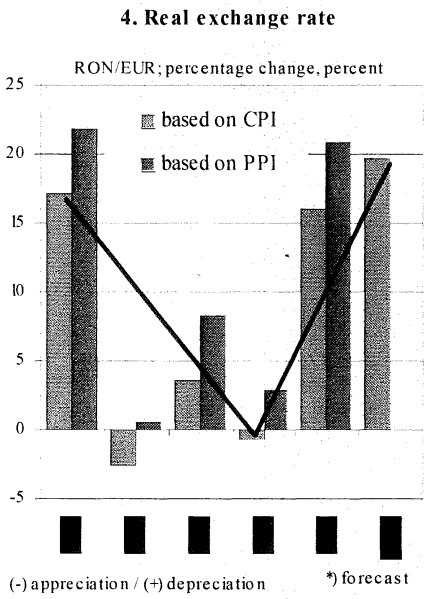
Source: National Bank of Romania,
National Institute of Statistics,
National Commission of Prognosis



Source: National Institute of Statistics,
National Commission of Prognosis



Source: National Institute of Statistics,
National Commission of Prognosis



Source: National Bank of Romania,
National Institute of Statistics,
National Commission of Prognosis

References

- Backé, Peter, Égert, Balasz, and Zumer, Tina *“Credit Growth in Central and Eastern Europe: New Overshooting Stars?”*, ECB Working Papers, No. 687, 2006.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. and Lundblad, Christian *“Does Financial Liberalization Spur Growth?”*, NBER Working Papers, No. 8245, 2001.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo, Leiderman, and Carmen, M. Reinhart *“Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”*, IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1, March 1993, pp. 108-151.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro, Izquierdo, and Meija, L.F. *“On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects”*, NBER Working Papers, No. 10520, 2004.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro, Izquierdo, and Rudy, Loo-Kung *“Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects”*, Journal of International Economics 69(1), June 2006, pp. 231-254.
- Dooley, Michael, Eduardo Fernandez-Arias, and Kenneth, Kletzer *“Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?”*, The World Bank Economic Review 10(1), January 1996, pp. 27-49.
- Edwards, Sebastian *“Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops”*, IMF Staff Papers 51(2004): pp. 1-50.

- Edwards, Sebastian *“Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?”*, NBER Working Papers, No. 8076, 2004.
- Eichengreen, Barry *“Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Tell Us?”*, World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 3, 2001.
- Eichengreen, Barry, and Muge, Adalet *“Current Account Reversals: Always a Problem?”*, NBER Working Papers, No. 11634, September 2005.
- Fernandez-Arias, Eduardo, and Peter, J. Montiel *“The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview”*, The World Bank Economic Review 10, No. 1(1996): pp. 51-77.
- Frankel, Jeffrey *“The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices”*, in John Campbell (ed.) *Asset Prices and Monetary Policy* (Chicago: University of Chicago Press, 2006).
- González-Páramo, José Manuel *“Progress towards a Framework for Financial Stability Assessment”*, speech entitled “Statistics, Knowledge and Policy” and delivered at the OECD World Forum, Istanbul, 28 June 2007.
- Haugland, Kjersti, and Vikøren, Birger *“Financial Stability and Monetary Policy – Theory and Practice”*, Norges Bank, Economic Bulletin, No. 1, 2006.
- Isărescu, Mugur *“Price Stability and Financial Stability”* dissertation on the occasion of being awarded degree of *Doctor Honoris Causa* by Pitești University, 8 December 2006.
- “Economic Reflections”*, Romanian Academy, Bucharest, 2007.

Isărescu, Mugur

“Monetary Policy Issues in an Emerging Economy. The Case of Romania”, speech delivered on the occasion of being awarded the academic degree of Corresponding Member of the “Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras” in Spain, Barcelona, 21 February 2008.

“International Financial Crisis and Challenges to the Monetary Policy in Romania”, dissertation on the occasion of being awarded degree of *Doctor Honoris Causa* by Babeş Bolyai University in Cluj-Napoca, 25 February 2009.

“Nine Lessons from the Current Financial Crisis”, speech delivered during the session titled *“What Lessons Can Be Learned from the Current Economic Crisis?”*, organised by the Economics, Legal and Sociology Department within the Romanian Academy, in co-operation with “Costin C. Kirişescu” National Institute of Economic Research and the “ESEN Reflection Group” Romanian National Committee, Romanian Academy, Bucharest, 14 April 2009.

“Financing and Adjustment in the Economy of Romania”, dissertation on the occasion of being awarded degree of *Doctor Honoris Causa* by Alexandru Ioan Cuza University in Iaşi, May 2009.

Milesi, Ferreti,
Gian, Maria, and
Assaf, Razin

“Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities”, in Paul Krugman (editor), *Currency Crises*, University of Chicago Press, 2000.

- Rato, Rodrigo *“Keeping the Train on the Rails: How Countries in the Americas and Around the World Can Meet the Challenges of Globalization”*, speech delivered at the “International Economic Forum of the Americas Conference of Montreal”, Canada, 18 June 2007b.
- Reinhart, M. Carmen,
and
Reinhart, R. Vincent *“Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”*, NBER Working Papers, No. 14321, September 2008.
- Sebastian, Weber, and
Wyplosz, Charles *“Exchange Rates during the Crises”*, World Bank, Policy Research Working Papers, No. 5059, September 2009.
- Solans, Eugenio
Domingo *“How should Monetary Policy Makers Respond to the New Challenges of Global Economic Integration?”*, speech delivered at the “Global Economic Integration: Opportunities and Challenges” Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2000.
- Stiglitz, E. Joseph *“Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”*, *World Development*, No. 98, 2000.

DISCURS DE CONTESTACIÓ
PER L'ACADÈMIC NUMERARI

EXCM. SR. DR ALFREDO ROCAFORT NICOLAU

Excelentísimo Señor Presidente
Excelentísimos Señores Académicos
Excelentísimas e Ilustrísimas Autoridades
Señoras y Señores

Es un honor para esta Real Corporación poder dar la bienvenida y admitir en su seno al Profesor Mugar Isarescu y para mí, por los lazos personales que me unen con su país, una honra muy especial poder responder a su discurso de ingreso, agradeciendo al Excmo. Sr. Presidente el haberme designado para ello.

El Profesor Mugar Isarescu, con sus múltiples y destacadas facetas de científico, director de banca y gran economista, político en el más noble sentido de la palabra, estadista y profesor, es una personalidad mediterránea por su nacimiento, pero europea e internacional por los diversos cargos que ha desempeñado y desempeña en estos ámbitos.

De sus actividades y cargos en el mundo de la banca y de la finanzas, tanto a nivel nacional como internacional, podemos destacar su cargo de Gobernador del Banco de Rumanía,

nombrado por el Gobierno en 1990 y ratificado por el Parlamento en 1991, cargo en el que fue confirmado nuevamente en Diciembre de 1998, Noviembre de 2004 y Octubre de 2009; es el Presidente del Club de Gobernadores de los Bancos Centrales en la Región del Mar Negro, los Balcanes y Asia Central, Vicegobernador por Rumanía en el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, Vicegobernador por Rumanía del Consejo de Gobernadores del Banco Mundial, Titular por Rumanía del Consejo de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional. Representante de Rumanía en el Banco Internacional de Pagos y en el Comité de Gobernadores del Banco Central de Basilea.

Como Gobernador del Banco Nacional de Rumanía, recibió el mandato preciso de aplicar la reforma del sistema bancario conforme a los estándares internacionales. El Profesor Isarescu elaboró y sometió al Parlamento por cuenta del Gobierno un paquete legal para armonizar el sistema bancario rumano con las normativas de la Unión Europea.

Entre sus actividades políticas, administrativas, cívicas, científicas y culturales debemos recordar que el Profesor Isarescu es Presidente de la Asociación Rumana del Club de Roma, Miembro de la Comisión Trilateral -Norteamérica, Europa y Japón-, Miembro del Comité Consultivo de la Oficina Regional para Europa y la Comunidad de Estados Independientes dentro del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Director del Instituto de Economía Mundial, Miembro fundador de la Sociedad Rumana de Estudios Económicos (SOREC), Vicepresidente de la Asociación por el

Derecho Internacional y las Relaciones Internacionales (ADIRI) y Vicepresidente de la Asociación General de Economistas de Rumanía (AGER).

En el campo científico y de la investigación, el Profesor Isarescu es autor, coautor o coordinador, de una treintena de obras científicas, y sus artículos científicos indexados llegan a los cien. A partir de 1975 desempeñó también labores lectivas como conferenciante y profesor en su antigua Academia, agrandando su prestigio como experto en cuestiones financieras, monetarias y en relaciones económicas internacionales. El Profesor Isarescu impartió la asignatura de Políticas Monetarias en la Universidad Occidental de Timisoara, entre 1994 y 1997, y en la Academia de Estudios Económicos de Bucarest, desde 1996.

Como honor a toda esta labor profesional, docente y de investigación, ahí está el reconocimiento internacional de numerosos organismos y universidades: Doctor Honoris Causa por la Universidades rumanas de Craiova, y del Norte en Baia Mare, “Banquero Central del Año” (nombrado por el Financial Times Group) y las condecoraciones de la Gran Cruz “La Estrella de Rumanía”, la orden del “Mérito Industrial y Comercial”, la Orden de “Gran Cruz del Sur”, la condecoración brasileña más importante concedida a un extranjero, la Cruz de Moldavia, la Cruz de San Andrés, la Cruz de Transilvania, la Cruz del Patriarca, que es la condecoración más importante otorgada por el Patriarca de Rumanía, y un largo etcétera.

Tenemos ante nosotros a una personalidad multivalente, multicultural, multilingüe, una persona comprometida con la

sociedad, una persona, que sin ser político ni pertenecer a ningún partido político, está comprometida con la Política en mayúscula.

El Profesor Isarescu nos ha expuesto en su brillante discurso, en el contexto de la crisis actual, los problemas que presenta el déficit exterior y la financiación del mismo, centrándose, sobre todo, en los problemas y soluciones que dicha financiación presenta en una economía emergente y, en concreto, en su país Rumanía.

El Profesor Isarescu nos habla de medidas por tomar, de ajustes estructurales, del impacto negativo que produce el retraso en la introducción de estos ajustes y de la importancia que tiene la creación de un clima de confianza.

Coincidiendo totalmente con el análisis del Doctor Isarescu y con las medidas que propone, quisiera exponer unas breves consideraciones sobre la crisis actual en nuestro país, pues lo que el Profesor Isarescu propone para Rumanía nos sirve igualmente en gran medida para España.

Prescindiendo de si se trata de una crisis financiera simplemente o también de una crisis industrial y social en el amplio sentido de la palabra, o si se trata de un conjunto de crisis entrelazadas unas con otras, voy a limitarme a esbozar la influencia que puede haber tenido lo social y lo político en el origen de esta crisis y, al mismo tiempo, en algunas medidas sociopolíticas que se deben tomar para que no se vuelva a repetir y para paliar en lo posible los efectos de la misma.

Entre las causas profundas de esta crisis yo citarí tres:

la ética empresarial o mejor dicho la falta de ética empresarial y laboral;

la desregularización de los mercados en general y de los mercados financieros en particular en un mercado globalizado;

el endeudamiento excesivo de los gobiernos y de las familias.

a) Falta de ética empresarial y laboral

“España es el país donde más rápidamente se puede hacer uno rico”, son palabras de un ex ministro español. Quizás nos resulte anecdótica esta frase, pero refleja clarísimamente cuál es la ética del capitalismo actual y, a mi modesto entender, la ética que nos ha llevado a esta crisis: maximizar las ganancias, pero sin que nadie se pregunte a costa de qué y por qué medios. Se blindan los sueldos o las remuneraciones de los altos directivos, mientras se despiden a miles de trabajadores.

Estamos en la era de la especulación. Los productos especulativos multiplican por tres o por cuatro el valor de la riqueza real producida, ocasionando un desfase entre la riqueza acumulada en productos financieros y la riqueza real. Con todos estos productos especulativos, diciendo a la juventud que lo más importante es la especulación y la suerte, que con el trabajo y el esfuerzo normal no se puede triunfar, que a quien tiene dinero todo se le perdona, que los delitos contra la Hacienda pública, con un poco de astucia, pueden llegar a prescribir, que el

particularismo de cada uno está por encima del interés general, que el bienestar de los países ricos es compatible con la miseria de los países pobres, se está primando la política de la competencia a cualquier precio en lugar de la política de la colaboración, se está educando para el consumo en lugar del ahorro y se está ensalzando el dinero fácil en lugar del esfuerzo y el egoísmo en lugar de la solidaridad.

Es necesario formar a la juventud y a los estudiantes en una nueva ética empresarial, una nueva ética económica y laboral que se funde en el trabajo, el esfuerzo y la formación continuada. No existe en España una conciencia social de la responsabilidad corporativa, es decir de la responsabilidad de aquellas empresas que se benefician de unas actividades cuyas consecuencias negativas pueden sufrir otros.

El objetivo final propugnado por el modelo antropológico de la ética empresarial va mucho más allá que el objetivo financiero, que consiste únicamente en "crear valor para los accionistas". El objetivo del modelo antropológico es crear más valor para la empresa, y ésta, a su vez, crear valor para la sociedad. Sin embargo, muchos ejecutivos no sólo no tienen en cuenta el servicio a la sociedad, sino que ni siquiera actúan en beneficio de la propia empresa. Actúan únicamente al servicio de sus propios intereses personales, incluso aunque estén en contradicción con los intereses de la propia empresa en que trabajan.

Los mecanismos de distribución de la riqueza, entre los que se encuentra la imposición fiscal, no se ven como un instrumento

de solidaridad entre los ciudadanos pudientes y los ciudadanos con menos ingresos. El ciudadano, guiado por el ejemplo de los educadores y de los políticos, percibe el pago de los impuestos como un castigo que en la medida de lo posible hay que burlar. Los mismos gobiernos, ya sean nacionales o autonómicos, a veces no ven en los impuestos una aportación solidaria del ciudadano al bien de la sociedad, sino un instrumento de poder, que pueden explotar en beneficio de sus intereses partidistas y del que pueden disponer a su antojo, como si de algo propio se tratara.

b) La desregularización de los mercados

En un mercado global la economía marcha guiada por un capitalismo especulativo y sin control, por el llamado "turbocapitalismo", que se mueve a unas velocidades supersónicas por unas vías políticas que están todavía sin asfaltar. Mientras la economía está globalizada, la política tiene unas características y unas pautas provincianas.

Después de 30 años de liberalización financiera a escala mundial y 10 años de dinero barato, todo ello con el beneplácito de los políticos de turno y de las instituciones internacionales, el sistema se ha hecho incontrolable.

Se imponen unos mecanismos de control no sólo a nivel nacional, sino, sobre todo, a nivel de la Unión Europea y a nivel internacional. No puede estar la seguridad y el bienestar de la humanidad en manos de unos especuladores desalmados. Las

transacciones especulativas internacionales deberían estar gravadas con un impuesto especial, como piden algunos autores.

Es necesario crear de nuevo confianza, como dice el Profesor Isarescu. Ni los gobiernos nacionales ni los organismos internacionales han sabido estar a su altura para prevenir o impedir la crisis.

c) Endeudamiento excesivo de los gobiernos y de las familias

También el gobierno del estado y los autonómicos tienen su grado -y no pequeño- de responsabilidad. Sus gastos suntuosos e inútiles les han llevado a un excesivo endeudamiento. El endeudamiento no tiene por qué ser necesariamente negativo, sobre todo si el dinero se invierte en educación, en investigación o en infraestructuras. Pero en lugar de invertirlo en estos campos, el dinero de los ciudadanos se ha despilfarrado, y se está despilfarrando, alegremente.

Es verdad que las familias también son responsables por su excesivo endeudamiento, provocado por el bajo coste del dinero, pero esta responsabilidad no se puede comparar con la de los gobiernos ni la de los bancos. Tanto el gobierno central, como los gobiernos autónomos y los ayuntamientos han estado fomentando una actividad económica que no podía sostenerse, por no hablar ya de la baja productividad de algunos ramos de las administraciones públicas, que multiplican exponencialmente sus efectivos sin que mejore la atención al

ciudadano. También las administraciones públicas necesitan de una reestructuración si quieren dar ejemplo de efectividad al ciudadano. También aquí se impone la reestructuración que pide el Profesor Isarescu para otros campos.

Urgen medidas socio-educativas. Una asignatura con el título de “Concienciación de la responsabilidad social, educación para la solidaridad”, probablemente no hubiera tenido, por parte de los padres, tanto rechazo como la educación para la ciudadanía. Educación para la solidaridad entre los países ricos y países pobres, solidaridad entre las regiones ricas y las regiones pobres, solidaridad entre los empresarios y los trabajadores.

Toda persona, y sobre todo los jóvenes, debe tener muy claro que la mejora salarial y, por tanto, la mejora de su nivel de vida, pasa por el aumento de la productividad y, a su vez, el aumento de la productividad pasa por una formación cada vez mayor. Se impone la educación permanente del trabajador y del profesional.

También son necesarias medidas políticas. La crisis actual ha puesto en entredicho unas posiciones ideológicas que se pretendían incuestionables, en concreto respecto al papel del Estado en la economía. Se han privatizado las empresas con beneficios y ahora se nacionalizan o seminacionalizan las empresas con pérdidas.

La salida de la crisis no puede consistir en volver al mismo sistema anterior sin introducir modificación alguna. Las

medidas que se tomen ahora deben fomentar el consumo y mitigar las repercusiones del paro.

No queda otro camino que invertir en capital humano, en formación y en investigación. Lo que no hemos hecho durante años, aparece ahora con urgente e imperiosa necesidad. Es la única salida a la crisis. Es una vía larga y costosa, pero es la única solución posible. Los políticos no suelen ser proclives a soluciones a largo plazo, quieren invertir el dinero de los ciudadanos y que este dinero deslumbre y se convierta inmediatamente en votos. Y por otro lado, la formación hace del joven una persona más crítica, más libre, y los gobiernos pusilánimes tienen miedo del ciudadano formado y libre.

Se impone también una regulación de las finanzas a nivel mundial que contribuya a una mayor transparencia de los mercados, pero va a ser difícil que los gobiernos se pongan de acuerdo, dado que ninguno quiere perder la autonomía de su pequeña parcela.

La situación económica internacional requiere de políticas económicas a corto plazo y de reformas en la arquitectura financiera a largo plazo. Entre las reformas en la estructura financiera destacan: el diseño de un nuevo marco regulatorio y de supervisión a nivel nacional e internacional, alineado con la evolución de la globalización e innovación financiera, la gestión del riesgo sistémico, dada la rapidez y el alcance global de la transmisión de las perturbaciones, y unos mecanismos de prevención de las crisis que disuadan de la excesiva asunción de riesgos. También sería necesario reforzar los mecanismos de

alerta precoz a nivel del Fondo Monetario Internacional, así como coordinar la actuación de los supervisores europeos, del Comité Europeo de Controladores Bancarios, del Comité Europeo de Reguladores de Valores y del Comité Europeo de Controladores de Seguros y de Pensiones profesionales.

A todo esto es necesario añadir nuevas inversiones en energías renovables, en investigación. Pero todo ello exige liderazgo político, porque la historia muestra que en un momento como el actual las soluciones técnicas, por sí solas, no devuelven la confianza a los mercados y, como recuerda el Profesor Isarescu, la confianza es un elemento fundamental en la marcha de la economía. En un mundo multipolar como el actual quizás no exista una potencia hegemónica capaz de tomar las riendas de la situación. Pero esto no significa que no pueda haber liderazgo. Tendrá que ser quizás un liderazgo compartido entre los países avanzados y las potencias emergentes. Es aquí donde debe jugar un papel importante la Unión Europea.

La Comisión Europea es la guardiana de los Tratados de la Unión y su función no debe limitarse a cuidar de que los Estados cumplan con sus obligaciones en materia de libre competencia. ¿Cómo se puede llegar a los objetivos de Lisboa de reforzar el empleo, una reforma económica y la cohesión social como partes de una economía basada en el conocimiento, cuando se invierte tan poco en educación y formación?.

El Banco Central Europeo no deja margen de actuación a los estados en materia monetaria. Su función principal, así consta en los tratados, es contener la inflación. Pero ¿no debería actuar con

un poco más de flexibilidad y tener en cuenta las circunstancias concretas?. Hasta hace muy pocos meses, cuando se veía la inminencia de la crisis, todavía estaba el Euribor por encima del 5 %.

El Banco Central Europeo ha inyectado dinero en los bancos centrales dentro de su plan de acción, pero los detalles de ese plan, como los del plan español, o los del plan alemán, o italiano, o del Reino Unido se han prestado a unas interpretaciones nacionales y a unas acciones nacionales muy diferentes.

Si queremos que la Unión Europea y, especialmente la Eurozona, hable con una sola voz, la Comisión debe tener una mayor iniciativa frente a los Estados miembros y proponer una regulación más eficaz. Si los intereses nacionales vuelven a primar por encima de los intereses comunes, como en tantas ocasiones, se habrá perdido una ocasión única de contribuir a la tranquilidad de los mercados y a la superación de esta crisis.

Y sin embargo, en un sistema financiero internacional, la acción debe ser también internacional. En esta materia hay dos actores principales, la Unión Europea y los Estados Unidos. Si la reglamentación de los servicios financieros dentro de la Unión Europea es de competencia de las instituciones de la Unión, debe ser la Comisión Europea, que además tiene el derecho de iniciativa, la que codo con codo con los Estados Unidos asuma sus responsabilidades

Una de las medidas que se debería tomar es la introducción de una tasa que gravase las transferencias especulativas, medida

que propuso ya el profesor de la universidad de Yale y Premio Nobel de Economía en 1981, James Tobin, con el fin de limitar un flujo excesivo de transacciones financieras de ida y vuelta y de conseguir mayor estabilidad en el nuevo esquema monetario.

Además, convendría terminar con la opacidad de los paraísos fiscales, pues algunos se lamentan de que el “opaco entorno” financiero en estos territorios pueda haber fomentado una conducta imprudente, provocando, en última instancia, la actual crisis financiera.

Respecto a la situación de nuestro país, los males que aquejan a la economía española han quedado más al descubierto con la crisis actual, pero, como se trata en gran medida de males estructurales, antes o después hubieran aflorado y hubieran pasado factura. Estos males son: baja productividad y altísimo déficit comercial, un desmesurado endeudamiento exterior y excesiva rigidez en la contratación laboral que perjudica, sobre todo, al mismo trabajador. La productividad de la empresa española ha ido descendiendo constantemente con relación a Europa. Batimos el récord de parados de toda la Unión Europea y el récord de deuda exterior. Europa quizás nos pueda servir de colchón, pero Europa es también el ejemplo que debemos seguir.

Estas reformas estructurales se basan en la educación básica orientada por criterios de emulación del esfuerzo, la superación personal y la responsabilidad, una formación universitaria y profesional alineada con una sociedad avanzada, el reconocimiento social del espíritu emprendedor y de innovación, el desarrollo del capital humano, la capacidad de gestión y de

liderazgo en todas las actividades, la difusión del conocimiento, la investigación y el desarrollo tecnológico, la eficiencia en el gasto público.

Respecto a España, quizás debamos decir, coincidiendo con el Profesor Isarescu, que es necesario un ajuste estructural. Algo tiene que estar haciendo mal España para que toda la prensa internacional y los informes de la OCDE nos auguren malos presagios y nos anuncien un período más largo en el túnel de la crisis que a los demás países europeos.

Con el sistema educativo de España, que el Informe PISA evalúa como uno de los peores de Europa, y un gran porcentaje de mano de obra no especializada no nos debe extrañar nuestra baja productividad. En cuanto al paro, las cifras son alarmantes y las perspectivas lo son aun más. Por otro lado, la descentralización de la administración no ha dado mayor efectividad ni mejora a los servicios, a pesar de haber aumentado exponencialmente el número de funcionarios y asesores.

Es necesaria también una reforma laboral. No es mi intención proponer medidas concretas, sino simplemente denunciar que el sistema laboral español no funciona y que está frenando el despegue de nuestra economía y perjudicando, sobre todo, al propio trabajador.

No debemos tener miedo a un despido no tan rígido. Miedo nos debe imponer la imposibilidad de contratación a cierta edad y el recelo del empresario a contratar casi de por vida a un obrero, cuando él mismo no tiene garantizada la supervivencia

de su empresa ni siquiera por un año. En España hay grandes dificultades para contratar precisamente porque hay grandes dificultades para despedir.

Si la crisis actual ha puesto en entredicho nuestras estructuras económicas, ha dejado también en descubierto los grandes desfases o lagunas de nuestra democracia en las relaciones, por un lado, del gobierno central con los gobiernos autonómicos y, por otro, en las relaciones de ambos con los otros Estados miembros de la Unión Europea.

Si el objetivo es hacer de España y de Europa un lugar atractivo para los inversores, debemos invertir en innovación y en formación. La brecha en el campo de la innovación entre la Unión Europea y Japón es cada vez mayor y frente a los Estados Unidos se mantiene estable.

Si al ritmo actual la convergencia entre los diversos estados miembros puede tardar en lograrse entre 25 y 50 años, frente a los Estados Unidos y Japón no se logrará nunca, si no se cambia de ritmo.

El problema de España en este campo de la innovación es institucional: la inversión pública es baja, pero también es baja la inversión de las empresas en investigación y desarrollo. Si las infraestructuras físicas son importantes para la ubicación de una empresa, mucho más importantes aún son las infraestructuras en telecomunicaciones y en el sistema educativo de ciencia y tecnología, cuya rentabilidad es varias veces superior. Las

infraestructuras físicas son únicamente una condición previa que, sin embargo, muchas veces no es suficiente.

Si apostamos claramente por la sociedad del conocimiento y entendemos que la inversión en educación es la más pertinente para progresar, es necesario llegar a un gran pacto de estado entre el gobierno central y los de las comunidades autónomas, junto con los profesionales de la educación y las familias.

La deuda externa de nuestro país quizás tenga otras causas distintas de la deuda de Rumanía, pero muchas de las consideraciones y de las medidas que el Profesor Isarescu propone para su país las podemos aplicar al nuestro.

Es necesario crear confianza, como dice el Profesor Isarescu, pero para eso hay que acometer las debidas reformas estructurales.

Antes de finalizar quiero felicitar nuevamente al Profesor Isarescu por su magnífico discurso de recepción como Académico Correspondiente para Rumanía. No dudo de que su ingreso significará un gran enriquecimiento para nuestra Real Corporación. Su prestigio internacional y su colaboración con nuestra Academia contribuirán al bienestar de la sociedad y a la mejora de la ciencia y de la comunidad de nuestros dos países.

Muchas gracias por su atención.

Contents

Introduction.....	9
1. Causes and effects of massive capital inflows	13
2. Developments after the end of large capital inflow episodes – stylised facts.....	16
3. Case study – Romania	20
3.1. The period of massive capital inflows	20
3.2. Macroeconomic adjustment following the end of large capital inflow episodes.....	27
References	36

NOVES PUBLICACIONS DE LA REIAL ACADEMIA DE DOCTORS

Directori 1991

Los tejidos tradicionales en las poblaciones pirenaicas (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Eduardo de Aysa Satué, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep A. Plana i Castellví, Doctor en Geografia i Història) 1992.

La tradición jurídica catalana (Conferència magistral de l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Joan Pintó i Ruiz, Doctor en Dret, en la Solemne Sessió d'Apertura de Curs 1992-1993, que fou presidida per SS.MM. el Rei Joan Carles I i la Reina Sofia) 1992.

La identidad étnica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Pou d'Avilés, Doctor en Dret) 1993.

Els laboratoris d'assaig i el mercat interior; Importància i nova concepció (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Pere Miró i Plans, Doctor en Ciències Químiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Simón i Tor, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1993.

Contribución al estudio de las Bacteriemias (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Miquel Marí i Tur, Doctor en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Sr. Manuel Subirana i Cantarell, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1993.

Realitat i futur del tractament de la hipertròfia benigna de pròstata (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia i contestació per l'Excm. Sr. Albert Casellas i Condom, Doctor en Medicina i Cirurgia i President del Col·legi de Metges de Girona) 1994.

La seguridad jurídica en nuestro tiempo. ¿Mito o realidad? (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. José Méndez Pérez, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1994.

La transició demogràfica a Catalunya i a Balears (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Tomàs Vidal i Bendito, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ferrer i Bernard, Doctor en Psicologia) 1994.

L'art d'ensenyar i d'aprendre (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Pau Umbert i Millet, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Agustín Luna Serrano, Doctor en Dret) 1995.

Sessió necrològica en record de l'Excm. Sr. Lluís Dolcet i Boxeres, Doctor en Medicina i Cirurgia i Degà-emèrit de la Reial Acadèmia de Doctors, que morí el 21 de gener de 1994. Enaltiren la seva personalitat els acadèmics de número Excms. Srs. Drs. Ricard Garcia i Vallès, Josep Ma. Simón i Tor i Albert Casellas i Condom. 1995.

La Unió Europea com a creació del geni polític d'Europa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jordi Garcia-Petit i Pàmies, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Llord i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques) 1995.

La explosión innovadora de los mercados financieros (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Emilio Soldevilla García, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. José Méndez Pérez, Doctor en Dret) 1995.

La cultura com a part integrant de l'Olimpisme (Discurs d'ingrés com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Joan Antoni Samaranch i Torelló, Marquès de Samaranch, i contestació per l'Excm. Sr. Jaume Gil Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques) 1995.

Medicina i Tecnologia en el context històric (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Felip Albert Cid i Rafael, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán) 1995.

Els sòlids platònics (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excm. Sra. Pilar Bayer i Isant, Doctora en Matemàtiques, i contestació per l'Excm. Sr. Ricard Garcia i Vallès, Doctor en Dret) 1996.

La normalització en Bioquímica Clínica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Xavier Fuentes i Arderiu, Doctor en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Sr. Tomàs Vidal i Bendito, Doctor en Geografia) 1996.

L'entropia en dos finals de segle (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques, i contestació per l'Excm. Sr. Pere Miró i Plans, Doctor en Ciències Químiques) 1996.

Vida i música (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Carles Ballús i Pascual, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Espadaler i Medina, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1996.

La diferencia entre los pueblos (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Sebastià Trias Mercant, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1996.

L'aventura del pensament teològic (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teologia, i contestació per l'Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques) 1996.

El derecho del siglo XXI (Discurs d'ingrés com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Dr. Rafael Caldera, President de Venezuela, i contestació per l'Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1996.

L'ordre dels sistemes desordenats (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques, i contestació per l'Excm. Sr. Joan Bassegoda i Novell, Doctor en Arquitectura) 1997.

Un clam per a l'ocupació (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Isidre Fainé i Casas, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Joan Bassegoda i Nonell, Doctor en Arquitectura) 1997.

Rosalía de Castro y Jacinto Verdaguer, visión comparada (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jaime M. de Castro Fernández, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Pau Umbert i Millet, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1998.

La nueva estrategia internacional para el desarrollo (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Santiago Ripol i Carulla, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1998.

El aura de los números (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques) 1998.

Nova recerca en Ciències de la Salut a Catalunya (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 1999.

Dilemes dinàmics en l'àmbit social (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Albert Biayna i Mulet, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 1999.

Mercats i competència: efectes de liberalització i la desregulació sobre l'eficàcia econòmica i el benestar (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Amadeu Petitbó i Juan, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Jaime M. de Castro Fernández, Doctor en Dret) 1999.

Epidèmias de asma en Barcelona por inhalación de polvo de soja (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Ma. José Rodrigo Anoro, Doctora en Medicina, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Llori i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques) 1999.

Hacia una evaluación de la actividad cotidiana y su contexto: ¿Presente o futuro para la metodología? (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Filosofia i Lletres (Psicologia) i contestació per l'Excm. Sr. Josep A. Plana i Castellví, Doctor en Geografia i Història) 1999.

Directori 2000

Génesis de una teoría de la incertidumbre. Acte d'imposició de la Gran Creu de l'Orde d'Alfons X el Savi a l'Excm. Sr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Financeres) 2000.

Antonio de Capmany: el primer historiador moderno del Derecho Mercantil (discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Xabier Añoveros Trias de Bes, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Santiago Dexeus i Trias de Bes, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2000.

La medicina de la calidad de vida (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Luís Rojas Marcos, Doctor en Psicologia, i contestació per l'Excm. Sr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en psicologia) 2000.

Pour une science touristique: la tourismologie (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Jean-Michel Hoerner, Doctor en Lletres i President de la Universitat de Perpinyà, i contestació per l'Excm. Sr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques) 2000.

Virus, virus entèrics, virus de l'hepatitis A (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Albert Bosch i Navarro, Doctor en Ciències Biològiques, i contestació per l'Excm. Sr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2000.

Mobilitat urbana, medi ambient i automòbil. Un desafiament tecnològic permanent (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Pere de Esteban Altirriba, Doctor en Enginyeria Industrial, i contestació per l'Excm. Sr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2001.

El rei, el burgès i el cronista: una història barcelonina del segle XIII (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. José Enrique Ruiz-Domènec, Doctor en Història, i contestació per l'Excm. Sr. Felip Albert Cid i Rafael, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2001.

La informació, un concepte clau per a la ciència contemporània (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Salvador Alsius i Clavera, Doctor en Ciències de la Informació, i contestació per l'Excm. Sr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2001.

La drogaaddicció com a procés psicobiològic (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Miquel Sánchez-Turet, Doctor en Ciències Biològiques, i contestació per l'Excm. Sr. Pedro de Esteban Altirriba, Doctor en Enginyeria Industrial) 2001.

Un univers turbulent (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jordi Isern i Vilaboy, Doctor en Física, i contestació per l'Excm. Sra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Psicologia) 2002.

L'envelliment del cervell humà (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Jordi Cervós i Navarro, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Pou d'Avilés, Doctor en Dret) 2002.

Les telecomunicacions en la societat de la informació (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Àngel Cardama Aznar, Doctor en Enginyeria de Telecomunicacions, i contestació per l'Excm. Sr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2002.

La veritat matemàtica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Josep Pla i Carrera, doctor en Matemàtiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 2003.

L'humanisme essencial de l'arquitectura moderna (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Helio Piñón i Pallarés, Doctor en Arquitectura, i contestació per l'Excm. Sr. Xabier Añoveros Trias de Bes, Doctor en Dret) 2003.

De l'economia política a l'economia constitucional (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Joan Francesc Corona i Ramon, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. Xavier Iglesias i Guiu, Doctor en Medicina) 2003.

Temperància i empatia, factors de pau (Conferència dictada en el curs del cicle de la Cultura de la Pau per el Molt Honorable Senyor Jordi Pujol, President de la Generalitat de Catalunya, 2001) 2003.

Reflexions sobre resistència bacteriana als antibiòtics (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excm. Sra. Ma. de los Angeles Calvo i Torras, Doctora en Farmàcia i Veterinària, i contestació per l'Excm. Sr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2003.

La transformació del negoci jurídic com a conseqüència de las nuevas tecnologías de la información (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Rafael Mateu de Ros, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Jaime Manuel de Castro Fernández, Doctor en Dret) 2004.

La gestió estratègica del immovilitzat (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excm. Sra. Anna Maria Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. Josep J. Pintó i Ruiz, Doctor en Dret).

Los costes biológicos, sociales y económicos del envejecimiento cerebral (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Félix F. Cruz-Sánchez, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Pla i Carrera, Doctor en Matemàtiques) 2004.

El conocimiento glaciar de Sierra Nevada. De la descripción ilustrada del siglo XVIII a la explicación científica actual. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Antonio Gómez Ortiz, Doctor en Geografia, i contestació per l'acadèmica de número Excm. Sra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Filosofia i Lletres (Psicologia) 2004.

Los beneficios de la consolidación fiscal: una comparativa internacional (Discurs de recepció com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Rodrigo de Rato y Figaredo, Director-Gerent del Fons Monetari Internacional. El seu padrí d'investidura és l'acadèmic de número Excm. Sr. Jaime Manuel de Castro Fernández, Doctor en Dret) 2004.

Evolución histórica del trabajo de la mujer hasta nuestros días (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Eduardo Alemany Zaragoza, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Rafel Orozco i Delclós, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2004.

Geotecnia: una ciencia para el comportamiento del terreno (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Antonio Gens Solé, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2005.

Sessió acadèmica a Perpinyà, on actuen com a ponents; Excm. Sra. Anna Maria Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials i Excm. Sr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials: "Nouvelles perspectives de la recherche scientifique en économie et gestion"; Excm. Sr. Rafel Orozco i Delcós, Doctor en Medicina i Cirurgia: "L'impacte mèdic i social de les cèl·lules mare"; Excm. Sra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia: "Nouvelles stratégies oncologiques"; Excm. Sr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària: "Les résistances bactériennes a les antibiotiques". 2005.

Los procesos de concentración empresarial en un mercado globalizado y la consideración del individuo (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Fernando Casado Juan, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació de l'Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 2005.

"Son nou de flors els rams li renc" (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jaume Vallcorba Plana, Doctor en Filosofia i Lletres (Secció Filologia Hispànica), i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. José Enrique Ruíz-Domènec, Doctor en Filosofia i Lletres) 2005.

Historia de la anestesia quirúrgica y aportación española más relevante (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Vicente A. Gancedo Rodríguez, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Llorca i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

El amor y el desamor en las parejas de hoy (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Paulino Castells Cuixart, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Joan Trayter i Garcia, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

El fenomen mundial de la deslocalització com a instrument de reestructuració empresarial (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Alfredo Rocafort i Nicolau, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Isidre Fainé i Casas, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

Biomaterials per a dispositius implantables en l'organisme. Punt de trobada en la Historia de la Medicina i Cirurgia i de la Tecnologia dels Materials (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Anton Planell i Estany, Doctor en Ciències Físiques, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2006.

La ciència a l'Enginyeria: El llegat de l'école polytechnique. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Xavier Oliver i Olivella, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Pla i Carrera, Doctor en Matemàtiques) 2006.

El voluntariat: Un model de mecenatge pel segle XXI. (Discurs d'ingrés de l'acadèmica de número Excm. Sra. Rosamari Cammany Dorr, Doctora en Sociologia de la Salut, i contestació per l'Excm. Sra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia) 2007.

El factor religiós en el procés de adhesió de Turquia a la Unió Europea. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Maria Ferré i Martí, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2007.

Coneixement i ètica: reflexions sobre filosofia i progrés de la propedèutica mèdica. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Màrius Petit i Guinovart, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teologia) 2007.

Problemàtica de la família ante el mundo actual. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic honorari Excm. Sr. D. Gustavo José Noboa Bejarano, Doctor en Dret i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. D. Paulino Castells Cuixart, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2007.

Alzheimer: Una aproximació als diferents aspectes de la malaltia. (Discurs d'ingrés de l'acadèmica honoraria Excm. Sra. Dra. Nuria Durany Pich, Doctora en Biologia i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. D. Eugenio Oñate, Doctor-Enginyer de Camins, Canals i Ports) 2008.

Guillem de Guimerà, Frare de l'hospital, President de la Generalitat i gran Prior de Catalunya. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic honorari Excm. Sr. D. Josep Maria Sans Travé, Doctor en Filosofia i Lletres i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. D. José E. Ruiz Domènec, Doctor en Filosofia Medieval) 2008.

La empresa y el empresario en la historia del pensamiento económico. Hacia un nuevo paradigma en los mercados globalizados del siglo XXI. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. D. Guillermo Sánchez Vilariño, Doctor Ciències Econòmiques i Financeres i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. D. Jaume Gil Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Financeres) 2008.

Incertesa i bioenginyeria (Sessió Acadèmica dels acadèmics corresponents (Excm. Sr. D. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia amb el Ponents Excm. Sr. Dr. Jaon Anton Planell Estany, Doctor en Ciències Físiques, Excm. Sra. Dra. Anna M. Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Financeres i Il·lm. Sr. D. Humberto Villavicencio Mavrich, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2008.

Células Madre y Medicina Regenerativa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent
Excm.Sr.D. Juan Carlos Izpisua Belmonte, Doctor en Farmàcia i contestació per l'acadèmic
de número Excm.Sr.Dr.Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina) 2009

La Reial Acadèmia, bo i respectant
com a criteri d'autor les opinions
exposades en les seves publicacions,
no se'n fa responsable ni solidària.

© Reial Acadèmia de Doctors
Impressió: Imprenta Baltasar 1861
Tels. 93 346 91 52 - 93 346 92 06
08030 Barcelona
Tiratge 350 exemplars

Dipòsit Legal: B-45148-2009

REIAL ACADEMIA DE DOCTORS

-Publicacions-