

UNIVERSITATEA DE VEST DIN TIMIȘOARA
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

UNIVERSITATEA DIN POITIERS
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

DIANA CĂLIN

TEZĂ DE DOCTORAT

Conducător științific :

Prof.dr. SILVIU CERNA
(Universitatea de Vest din Timișoara)

Prof.dr. JACQUES LEONARD
(Universitatea din Poitiers)

2004

UNIVERSITATEA DE VEST DIN TIMIȘOARA
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

UNIVERSITATEA DIN POITIERS
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

DIANA CĂLIN

TEZĂ DE DOCTORAT

***Implicații ale unificării
monetare europene asupra
României***

Conducător științific :

Prof.dr. SILVIU CERNA
(Universitatea de Vest din Timișoara)

Prof.dr. JACQUES LEONARD
(Universitatea din Poitiers)

2004

Mulțumiri

După mai bine de patru ani de la înscrierea la doctorat, în sfârșit a sosit momentul prezentării rezultatului activității de cercetare desfășurate: această teză. Este totodată și momentul pentru a menționa contribuția (destul de importantă, chiar dacă indirectă) a persoanelor care m-au susținut în această perioadă, persoane foarte speciale, cărora țin să le mulțumesc.

În primul rând aș vrea să mulțumesc conducătorilor științifici: d-lui profesor Silviu Cerna, pe care am avut privilegiul de a-l cunoaște în 1997 (în al treilea an de facultate), și care a acceptat să-mi fie conducător științific pentru lucrarea de diplomă, pentru lucrarea de disertație și pentru teza de doctorat – țin să îi mulțumesc pentru că a acceptat să conducă activitatea mea de cercetare, pentru îndrumarea științifică deosebit de atentă și de competentă, dar și pentru influența pozitivă pe care a avut-o asupra alegerilor mele profesionale, oferindu-mi un model de urmat; d-lui profesor Jacques Leonard, pe care am avut ocazia să îl cunosc în 1999, în timpul primului meu stagiu de pregătire la Poitiers (ca student Erasmus în DEA) – țin să îi mulțumesc pentru onoarea pe care mi-a făcut-o acceptând această cotutelă, pentru sprijinul acordat pe durata stagiilor efectuate la Poitiers, pentru promptitudinea răspunsurilor, pentru observațiile și sugestiile făcute și pentru că m-a încurajat în permanență.

Aș dori apoi să mulțumesc d-lui profesor Ioan Talpoș, decan al Facultății de Științe Economice din Timișoara, pentru că a acceptat să prezideze această comisie, pentru că a acceptat să evalueze activitatea mea în perioada de pregătire, cu ocazia examenelor și referatelor susținute, precum și pentru tot sprijinul acordat. Mulțumirile mele se îndreaptă și către celorlalți membri ai comisiei de evaluare, care au acceptat să citească și să evalueze această teză: dl Cristian Popa, vice-guvernator al BNR, (pe care am avut ocazia să-l cunosc prin intermediul publicațiilor sale, și care îmi face o deosebită onoare acceptând să facă parte din această comisie), d-șoara profesor Liliana Donath (mulțumesc de asemenea pentru sugestiile pertinente, pentru sprijinul acordat și pentru încurajările permanente), dl profesor Jean-Pierre Berdot (căruia îi mulțumesc pe această cale și pentru că m-a învățat să stăpânesc mai bine tehnicile econometrice) și dl profesor Daniel Goyeau (mulțumesc și pentru sprijinul acordat pe perioada stagiilor mele la Poitiers). Țin să mulțumesc de asemenea d-lui profesor Alain Sauviat, decan al Facultății de Drept și Științe Economice din cadrul Universității din Limoges, raportor oficial pentru partea franceză, pentru că a binevoit să accepte această sarcină.

Aș vrea totodată să mulțumesc colegilor mei – colegilor de la Facultatea de Management în Producție și Transporturi pentru sprijinul acordat (îndeosebi d-lui conf.dr. Septimiu Pop și d-șoarei asist.dr. Kinga Földváry), colegilor de la Facultatea de Științe Economice și colegilor de la laboratorul de cercetare CRJEF din Poitiers pentru observațiile pertinente și pentru sugestiile făcute.

Pentru realizarea acestei cotutele am beneficiat de o bursă a Guvernului Român (2 luni) și de o bursă a Guvernului Francez (12 luni) – aș vrea să mulțumesc pe această cale pentru ajutorul financiar primit, care a permis finanțarea stagiilor mele la Poitiers. Țin să mulțumesc personalului de la CROUS Poitiers – în special d-nei Magali Fourel, care a gestionat bursa și care mi-a facilitat demersurile administrative, și d-lui Eric Boisseau, care a adăugat o latură culturală foarte plăcută acestor sejururi, și care m-a ajutat să cunosc mai bine Franța, cultura, istoria, geografia și tradițiile acestei țări.

Mulțumirile mele se îndreaptă și către comunitatea de români din Poitiers care m-a ajutat să suport mai ușor distanța care mă separa de prieteni și de familie în timpul stagiilor efectuate în Poitiers – mulțumesc îndeosebi celor două Camelia (Camelia Turcu și Camelia Niță), care au constituit familia mea la Poitiers. Mulțumesc și prietenilor mei din Timișoara care nu au lăsat ca distanța geografică să afecteze relațiile dintre noi.

În sfârșit, aș vrea să mulțumesc persoanelor care îmi sunt cele mai apropiate și cele mai dragi: familiei mele. Doresc să mulțumesc părinților mei, pentru toate sacrificiile făcute pentru a-mi oferi tot ce aveam nevoie, socrilor mei, care au făcut tot posibilul pentru a mă ajuta, Liei și lui Litzu, pentru sprijinul acordat și pentru încurajarea permanentă. În fine, țin să-i mulțumesc soțului meu, Dragoș, pentru sprijinul și dragostea oferită, pentru că a înțeles cât de important este acest proiect pentru mine și a acceptat să trăim pentru o perioadă povestea noastră de dragoste la distanță, pentru ca acest proiect să poată fi finalizat – știu cât de greu a fost și voi încerca să mă revanșez.

Sper că paginile care urmează se vor ridica la nivelul așteptărilor dvs.!

Diana (Călin) Bărgăzan

Cuprins :

LISTĂ DE ABREVIERI	4
INTRODUCERE.....	5

Prima parte – CADRUL GENERAL AL ANALIZEI

I. PROCESUL DE UNIFICARE MONETARĂ EUROPEANĂ	17
1.1. SISTEMUL MONETAR EUROPEAN	17
1.1.1. Constituirea Sistemului Monetar European	17
1.1.2. Criza Sistemului Monetar European	19
1.1.3. Sistemul Monetar European după 1992	21
1.2. UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ	22
1.2.1. Prevederile Tratatului de la Maastricht	22
1.2.2. Euro – moneda unică europeană	30
1.2.3. Sistemul European de Bănci Centrale	34
1.2.4. Politica monetară unică	37
1.2.5. Consecințele unificării monetare europene	40
II. ADERAREA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA UNIUNEA EUROPEANĂ	44
2.1. CRITERIILE DE LA COPENHAGA	44
2.1.1. Criteriile politice	45
2.1.2. Criteriile economice	46
2.1.3. Criteriile acquis-ului comunitar	47
2.2. ETAPELE PROCESULUI DE ADERARE LA UNIUNEA EUROPEANĂ	49
2.2.1. Etapa de pre-aderare	51
2.2.2. Membru cu derogare	53
2.2.3. Membru cu drepturi depline	59
2.3. SITUAȚIA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST ÎN PREZENT	62
III. ELEMENTE TEORETICE FUNDAMENTALE PENTRU ANALIZA UNIFICĂRII MONETARE EUROPENE	70
3.1. TEORIA ZONELOR MONETARE OPTIME	71
3.1.1. Criterii de optimalitate a unei zone monetare	71
3.1.2. Avantaje și costuri ale unei uniuni monetare	74
3.1.3. Analiza Uniunii Europene prin prisma teoriei zonelor monetare optime	78
3.1.4. Studii empirice pe cazul țărilor din Europa Centrală și de Est	81
3.2. FACTORII DETERMINANȚI AI ALEGERII REGIMULUI DE CURS VALUTAR	84
3.2.1. Principalele regimuri de curs valutar	84
3.2.2. Factorii care determină alegerea regimului de curs valutar	89
3.2.3. Alegerea regimului de curs valutar în țările din Europa Centrală și de Est	92
3.3. EVALUAREA VULNERABILITĂȚII EXTERNE ȘI A FRAGILITĂȚII FINANCIARE	97
3.3.1. Metode de evaluare a vulnerabilității externe și a fragilității financiare	98
3.3.2. Indicatori utilizați pentru evaluarea vulnerabilității externe și a fragilității financiare	103

3.3.3. Studii realizate pe cazul țărilor din Europa Centrală și de Est	105
3.4. TEORII PRIVIND CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU	108
3.4.1. Teoria parității puterilor de cumpărare	110
3.4.2. Teoria parității ratelor dobânzii	112
3.4.3. Teorii moderne ale cursului valutar real de echilibru	113
3.4.4. Efectul Balassa-Samuelson	116
3.4.5. Studii privind cursul valutar de echilibru în țările din Europa Centrală și de Est	118

Partea a doua – DE LA UNIUNEA EUROPEANĂ LA UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ EUROPEANĂ

IV. CONSECINȚELE UNIFICĂRII MONETARE EUROPENE PENTRU ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST	125
4.1. PRINCIPALELE DOMENII AFECTATE DE UNIFICAREA MONETARĂ EUROPEANĂ.....	125
4.1.1. Legislația națională.....	126
4.1.2. Politica monetară.....	129
4.1.3. Regimul de curs valutar.....	139
4.1.4. Sectorul financiar.....	145
4.1.5. Sistemul de plăți.....	153
4.1.6. Statistica.....	156
4.2. ANALIZA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST PRIN PRISMA CRITERIILOR PENTRU INTRAREA ÎN ZONA EURO.....	158
4.2.1. Analiza țărilor din Europa Centrală și de Est prin prisma criteriilor de la Maastricht.....	159
4.2.2. Convergența reală în țările din Europa Centrală și de Est.....	173
4.2.3. Analiza țărilor din Europa Centrală și de Est prin prisma criteriilor sugerate de teoria zonelor monetare optime	181
V. SUSTENABILITATEA PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II	185
5.1. METODĂ DE EVALUARE A SUSTENABILITĂȚII PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II	185
5.1.1. Indicatori utilizați	186
5.1.2. Metodă de normalizare a indicatorilor utilizați.....	190
5.1.3. Metodă de agregare a indicatorilor individuali	192
5.2. STUDIU EMPIRIC.....	193
5.2.1. Gradul de vulnerabilitate externă.....	194
5.2.2. Nivelul de dezvoltare financiară.....	198
5.2.3. Gradul de vulnerabilitate financiară.....	201
5.2.4. Gradul de fragilitate financiară.....	204
5.2.5. Sustenabilitatea participării țărilor din Europa Centrală și de Est la Sistemul Monetar European II	209
5.3. CONCLUZII PRIVIND SUSTENABILITATEA PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II	212

Partea a treia – ALEGEREA CURSULUI PIVOT FAȚĂ DE EURO: CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU

VI. ALEGEREA CURSULUI PIVOT ÎN ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST.....	216
6.1. STABILIREA CURSULUI PIVOT FAȚĂ DE EURO.....	216

6.1.1. Alegerea variabilei endogene	216
6.1.2. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul teoriei parității puterii de cumpărare	219
6.1.3. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul teoriei parității ratelor dobânzii	220
6.1.4. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul unui model econometric	221
6.2. STUDIU EMPIRIC.....	222
6.2.1. Evoluția cursului valutar real în țările din Europa Centrală și de Est	223
6.2.2. Verificarea teoriei parității puterii de cumpărare	226
6.2.3. Verificarea teoriei parității ratelor dobânzii.....	229
6.2.4. Variabile fundamentale care ar putea explica evoluția cursului valutar real în țările din Europa Centrală și de Est	231
6.2.5. Testarea unor modele econometrice deja existente	235
6.2.5. Cursul valutar real de echilibru pentru țările din Europa Centrală și de Est.....	243
6.3. CONCLUZII PRIVIND CURSUL VALUTAR REAL DE ECHILIBRU PENTRU ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST	262
VII. CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU ÎNTRE LEU ȘI EURO.....	265
7.1. EVOLUȚIA CURSULUI VALUTAR REAL AL LEULUI	266
7.1.1. Evoluția cursului valutar real calculat pe baza evoluției prețurilor de consum	266
7.1.2. Evoluția cursului valutar real calculat pe baza evoluției prețurilor de producție.....	268
7.1.3. Efectul Balassa-Samuelson în România	269
7.2. VERIFICAREA TEORIEI PARITĂȚII PUTERILOR DE CUMPĂRARE ȘI A TEORIEI PARITĂȚII RATELOR DOBÂNZII.....	272
7.2.1. Verificarea teoriei parității puterii de cumpărare	272
7.2.2. Verificarea teoriei parității ratelor dobânzii.....	273
7.3. STUDIU ECONOMETRIC.....	275
7.3.1. Variabile utilizate	275
7.3.2. Estimarea cursului valutar real de echilibru între leu și euro	275
7.3.3. Deviația cursului valutar real față de nivelul de echilibru	280
7.3.4. Deviația cursului valutar nominal față de nivelul de echilibru.....	282
7.3.5. Diferențe față de analiza în POOL.....	283
7.4. CONCLUZII PRIVIND CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU DINTRE LEU ȘI EURO.....	284
CONCLUZII FINALE	286
Referințe bibliografice	296
ANEXE	
Anexa nr.1 – Indicatori utilizați pentru evaluarea vulnerabilității externe și a fragilității financiare în literatura de specialitate.....	313
Anexa nr.2 - Indicatori utilizați pentru determinarea cursului valutar real de echilibru în literatura de specialitate	317
Anexa nr.3 - Agregatele monetare și contraposturile monedei în țările din Europa Centrală și de Est	320
Anexa nr.4 – Evoluția indicatorilor de convergență nominală și convergență reală în țările din Europa Centrală și de Est.....	324
Anexa nr.5 - Evoluția indicatorilor agregați de evaluare a riscului extern și a riscului financiar în țările din Europa Centrală și de Est.....	332
Anexa nr.6 – Teste econometrice privind cursul valutar de echilibru dintre leu și euro.....	347

Listă de abrevieri

<i>AELS</i>	= <i>Asociația Europeană de Liber Schimb</i>
<i>BCE</i>	= <i>Banca Centrală Europeană</i>
<i>BEER</i>	= <i>curs valutar comportamental de echilibru („behavioral equilibrium exchange rate”)</i>
<i>BNR</i>	= <i>Banca Națională a României</i>
<i>CHEER</i>	= <i>curs valutar de echilibru corectat de factorul capital („capital enhanced equilibrium exchange rate”)</i>
<i>CIP</i>	= <i>paritatea acoperită a ratelor dobânzii („covered interest parity”)</i>
<i>CSI</i>	= <i>Comunitatea Statelor Independente</i>
<i>DEER</i>	= <i>curs valutar dorit de echilibru („desired equilibrium exchange rate”)</i>
<i>DST</i>	= <i>drepturi speciale de tragere</i>
<i>ECE</i>	= <i>Europa Centrală și de Est</i>
<i>ECOFIN</i>	= <i>Comitetul Economic și Financiar</i>
<i>ECU</i>	= <i>unitatea monetară europeană („European Currency Unit”)</i>
<i>FECOM</i>	= <i>Fondul European de Cooperare Monetară</i>
<i>FEER</i>	= <i>curs valutar fundamental de echilibru („fundamental equilibrium exchange rate”)</i>
<i>FMI</i>	= <i>Fondul Monetar Internațional</i>
<i>IEB</i>	= <i>balanța internă-externă („internal-external balance”)</i>
<i>ITMEER</i>	= <i>model pe termen mediu a cursului valutar de echilibru („intermediate term model-based equilibrium exchange rate”)</i>
<i>NATREX</i>	= <i>curs valutar natural de echilibru („natural equilibrium exchange rate”)</i>
<i>PEER</i>	= <i>curs valutar permanent de echilibru („permanent equilibrium exchange rate”)</i>
<i>PPC</i>	= <i>paritatea puterii de cumpărare</i>
<i>RER</i>	= <i>curs valutar real („real exchange rate”)</i>
<i>REER</i>	= <i>curs valutar real de echilibru („real equilibrium exchange rate”)</i>
<i>RTGS</i>	= <i>decontare brută în timp real („real-time gross settlement”)</i>
<i>SEBC</i>	= <i>Sistemul European de Bănci Centrale</i>
<i>SME</i>	= <i>Sistemul Monetar European</i>
<i>SME II</i>	= <i>Sistemul Monetar European II</i>
<i>TARGET</i>	= <i>Transferuri expruse automatizate transeuropene de reglare brută în timp real</i>
<i>Țările ECE</i>	= <i>țările din Europa Centrală și de Est</i>
<i>ȚDI</i>	= <i>țintire directă a inflației</i>
<i>UE</i>	= <i>Uniunea Europeană</i>
<i>UEM</i>	= <i>Uniunea economică și monetară</i>
<i>UIP</i>	= <i>paritatea neacoperită a ratelor dobânzii („uncovered interest parity”)</i>
<i>VSTF</i>	= <i>Facilitatea de finanțare pe termen foarte scurt („very-short term financing facility”)</i>
<i>ZMO</i>	= <i>Zone monetare optime</i>

INTRODUCERE

După cel de-al doilea război mondial, Europa a fost practic împărțită în două părți: Europa Occidentală și Europa Centrală și de Est. Războiul rece, considerat adesea un război între SUA și URSS a fost în realitate mult mai vast, fiind „opozitia între două blocuri, unul liberal, capitalist și pro-american, celălalt comunist și pro-sovietic”. (Teulon, 1998, p.24)

SUA s-au implicat în refacerea economiilor vest-europene. În 5 iunie 1945, prin discursul său, generalul Marshall a invitat toate statele din Europa să accepte ajutorul american și să participe la o acțiune comună de relansare economică. De planul Marshall au beneficiat 12 țări vest-europene, primind în total 12,4 miliarde dolari. Aceste țări au adoptat modelul american, capitalist. Din punct de vedere economic, statele vest-europene s-au dezvoltat spectaculos, au revenit rapid la statutul de mari puteri și au inițiat un proces de integrare al cărui rezultat este Uniunea Europeană (UE).

URSS a dorit să i se recunoască o zonă de influență în Europa de Est și a obținut această recunoaștere. În perioada 1945 – 1948 partidele comuniste au preluat puterea în țările din Europa Centrală și de Est. S-a realizat „înghețul defensiv” dorit de Stalin, pe care Churchill îl numea (într-o telegramă trimisă președintelui Truman) o „cortină de fier” care s-a lăsat peste Estul Europei. (Teulon, 1998, p.23)

Din zona de influență a URSS au fost scoase Grecia și Turcia, care au primit ajutorul SUA pentru a rezista presiunii comuniste. Celelalte țări au adoptat modelul politico-economic al URSS, devenind economii socialiste.

Regimul comunist a promovat o economie planificată, centralizată, care nu ținea cont de nevoile reale ale agenților economici. Cooperarea economică dintre statele comuniste s-a desfășurat în cadrul CAER (Consiliul de Ajutor Economic Reciproc), organizație înființată în 1949. La sfârșitul anilor ‘80 URSS a conștientizat faptul că economia socialistă nu funcționează în practică la fel de bine ca în teorie și a încearcă o reformă a ei (Perestroica), începând cu anul 1987. Dar situația era deja prea gravă și reforma venea mult prea târziu.

Anul **1989** marchează căderea regimului comunist în Europa. În februarie partidul comunist ungar acceptă ideea unei tranziții gradate spre pluripartidism. În martie, în URSS sunt autorizate alegerile cu candidaturi multiple. În mai, Ungaria devine prima țară care își deschide granițele cu țările occidentale, suprimând sârma ghimpată („cortina de fier”) și neutralizând sistemul de alarmă de-a lungul frontierei austro-ungare. În august, alegerile din Polonia aduc la putere un guvern favorabil liberalismului, în care Partidul Comunist era minoritar. În octombrie, Partidul Socialist Muncitoresc, aflat la putere în Ungaria, propune implementarea unui sistem pluripartidist. În noiembrie, Zidul Berlinului, simbol al împărțirii Europei în două tabere, este dărâmat. În urma succesului „revoluției de catifea”, regimul comunist este înlăturat și în Cehoslovacia. În decembrie 1989 are loc, în fine, și căderea regimul comunist al lui N. Ceaușescu în România.

Prăbușirea regimului comunist nu a însemnat doar schimbarea regimului politic, ci și începutul unei transformări profunde a sistemului economic. Țările din Europa Centrală și de Est (ECE) au decis să adopte sistemul de economie de piață, și cum o schimbare de o asemenea amploare nu se poate realiza peste noapte, ele au început un proces lung și dificil de tranziție la economia de piață. În 1991 a avut loc dizolvarea CAER și dispariția rublei transferabile, urmarea fiind prăbușirea schimburilor comerciale dintre țările central și est-europene și țările sovietice. Economia centralizată, planificată, dispăruse, lăsând în locul ei haos. Crearea unui nou sistem economic necesita costuri imense și destul de mult timp.

Imediat după înlăturarea regimului comunist, statele central și est-europene au început nu doar procesul de tranziție spre democrație și spre o economie de piață, ci și procesul de apropiere de țările vest-europene, cu scopul aderării la UE.

În timp ce țările ECE parcurgeau drumul lung și anevoios al tranziției, statele vest-europene au făcut pași importanți pe calea integrării economice, liberalizând mișcările de capital și creând o uniune economică și monetară (UEM) – numită și „zona euro” sau „euroland” –, cea mai avansată formă de integrare economică a unor state independente cunoscută până în prezent. În același timp, UE s-a extins, avansând spre est, părând că vine în întâmpinarea țărilor ECE.

Ideea de a crea o Europa unită, care să cuprindă și țările ECE, nu este deloc nouă. În **1963**, la doar 6 ani de la semnarea Tratatului de la Roma, **R. Schuman** spunea „*Trebuie să construim o Europă unită nu doar pentru popoarele libere din Europa Occidentală, ci și pentru a primi în această comunitate popoarele din Europa de Est, de îndată ce acestea vor fi eliberate de subjugare și vor solicita aderarea la această Europă unită. Le datorăm un*

exemplu de Europă unită frățește. Fiecare pas al nostru înspre atingerea acestui obiectiv reprezintă o oportunitate pentru ei. Ei au nevoie de asistență din partea noastră pe perioada tranziției. Este datoria noastră să fim pregătiți să îi primim.”¹

Unificarea monetară europeană a schimbat profund destinația țărilor ECE: Uniunea Europeană în care acestea se vor integra diferă semnificativ de Uniunea Europeană către care și-au îndreptat privirile la începutul anilor '90. Pe de o parte succesul UEM face să crească atractivitatea UE pentru țările candidate, întărind motivația acestora din urmă de a accelera procesul de aderare. Pe de altă parte, unificarea monetară europeană complică destul de mult procesul de aderare, impunând condiții suplimentare țărilor candidate.

În prezent procesul de aderare a țărilor candidate la UE este compus din trei etape:

- etapa de preaderare – din momentul depunerii cererii de aderare până la intrarea în UE și obținerea statutului de membru cu derogare (adică de stat membru care nu a adoptat moneda unică și, deci, încă nu participă la UEM);
- etapa de membru cu derogare – etapă în care statul se va concentra asupra îndeplinirii criteriilor de la Maastricht, care să-i permită trecerea la etapa următoare; această etapă cuprinde și participarea la Sistemul Monetar European II (SME II) timp de minim 2 ani;
- adoptarea euro și intrarea în UEM.

Aceste trei etape vor fi în mod obligatoriu parcurse de statele candidate, deoarece încă din momentul aderării Austriei, Finlandei și Suediei (1995), UE a declarat explicit că nu va acorda opțiunea de „non-adoptare” a euro (opt-out, clauză de care beneficiază în prezent Marea Britanie și Danemarca) nici unui nou stat membru.

Perspectivile de extindere a Uniunii Europene au generat îngrijorări și noi critici adresate UE. Criteriile de la Maastricht, criticate și înainte de lansarea euro din cauza accentului pus pe convergența nominală și a nerespectării criteriilor fundamentate de teoria zonelor monetare optime, au ajuns din nou în centrul dezbaterilor dintre economiști. Se afirmă că aceste criterii nu sunt potrivite pentru evaluarea gradului de pregătire a țărilor

¹ “We need to build a united Europe not only in the interest of the free people of Western Europe but also to receive into this community the people of Eastern Europe as soon as they are freed from their subjugation and they request joining this united Europe. We owe them the example of a united brotherly Europe. Each step by us towards reaching this goal represents an opportunity for them. They need our assistance during their transition process. It is our duty to be ready to receive them.”

ECE pentru adoptarea euro, argumentându-se că aceste criterii au fost stabilite pentru membrii fondatori ai zonei euro – țări cu o economie de piață matură și cu grade de dezvoltare similare, ceea ce nu va fi cazul pentru noii membrii UE.

Din partea țărilor membre ale zonei euro există teama că țările ECE ar putea să nu satisfacă criteriile de la Maastricht înainte de atingerea unui nivel suficient de convergență reală și astfel ar putea fi acceptate în zona euro înainte de a fi pregătite pentru o astfel de transformare. În acest caz consecințele ar fi negative nu numai pentru țările ECE (a căror economie poate să nu reziste în cazul unor șocuri asimetrice, în absența unei politici monetare și valutare proprii), ci și pentru întreaga zonă euro. UEM și-ar putea pierde credibilitatea în cazul în care unul din membrii săi ar fi nevoit să se retragă; pentru a evita o astfel de situație țările membre ale zonei euro ar putea fi nevoite să suporte costuri însemnate pentru a ajuta țările ECE să depășească efectele șocurilor asimetrice, încălcând principiile fundamentale ale UEM și creând un precedent – ulterior țările membre și-ar putea asuma riscuri excesive, mizând pe faptul că vor fi salvate de ceilalți membri, suportând doar parțial pierderile în caz de eșec.

Din partea țărilor ECE se manifestă teama că prin participarea la SME II s-ar expune la riscuri nejustificate, fiind obligate să adopte un regim bazat pe cursuri fixe și ajustabile, fiind cunoscută vulnerabilitatea unui astfel de regim în fața atacurilor speculative, în contextul liberei circulații a capitalurilor; teoria atacurilor speculative autoîntreținute alimentează această teamă, afirmând că atacurile speculative pot să apară și în absența unor probleme economice reale. Și criteriul ratei inflației este contestat, deoarece țările ECE sunt țări în recuperare, în care se manifestă efectul Balassa-Samuelson. Ca urmare strategia de dezvoltare a acestor țări ar trebui să vizeze o rată a inflației superioară celei înregistrate în zona euro; în acest sens se invocă și argumentul că în țările mai puțin dezvoltate din UEM, unde efectul Balassa-Samuelson este de asemenea prezent, rata anuală a inflației depășește rata de referință de criteriile de la Maastricht, fără ca aceste țări să înregistreze probleme din această cauză, și fără ca zona euro să fie afectată negativ.

Pentru țările ECE, principalul risc al participării la SME II ar fi posibilitatea de apariție a unor crize valutare sau financiare. Cum până în prezent cele două tipuri de crize au apărut de obicei împreună (în literatură vorbindu-se despre „crize gemene” – „twin crises”), este important ca elementele de vulnerabilitate externă și vulnerabilitate financiară să fie tratate împreună. În literatura de specialitate există lucrări în care se analizează aspecte legate de vulnerabilitatea externă sau aspecte legate de vulnerabilitatea financiară a țărilor ECE, însă acestea sunt tratate separat. Studiile privind riscul de apariție a unor crize

în țările ECE sunt rare și tratează doar riscul de apariție a unor crize valutare. Nu există încă o metodă de evaluare a sustenabilității participării țărilor ECE la SME II.

Deși instituțiile comunitare insistă asupra faptului că nu există motive pentru care cursul pivot din cadrul SME II să rămână și curs de conversie în euro (cele două cursuri fiind stabilite de instituții diferite, prin aplicarea unor proceduri diferite), în realitate, cu excepția cazului Greciei, rate de conversie a fost identică cu cursul pivot din cadrul SME (pe de altă parte, Grecia este singura țară care a intrat în zona euro la un moment ulterior constituirii uniunii economice și monetare, fiind în același timp singura țară membră a zonei euro care a trecut prin SME II).

Există un larg consens teoretic asupra faptului că atât cursul pivot din cadrul SME II cât și rata de conversie trebuie să reflecte cursul valutar de echilibru de la momentul respectiv, deoarece fixarea cursului valutar nominal la un nivel subapreciat sau supraapreciat poate avea consecințe nefaste asupra economiei naționale. Însă un astfel de consens nu se întâlnește și în privința modului de determinare a cursului valutar de echilibru; aici opiniile sunt foarte diferite, iar în cazul studiilor empirice efectuate pe țări ECE, rezultatele obținute diferă mult, atât ca magnitudine a deviației cursului valutar înregistrat pe piață față de nivelul său de echilibru, cât și în ceea ce privește sensul acestei deviații (subapreciere sau supraapreciere). Deși în ultimii ani au apărut numeroase studii privind cursul valutar de echilibru în țările ECE, acestea se referă cu precădere la țările din Europa Centrală (Polonia, Ungaria, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia); rareori sunt cuprinse și țările baltice, iar studiile referitoare la cursul valutar de echilibru în România și Bulgaria sunt aproape inexistente.

În acest context, **lucrarea de față încearcă să răspundă la următoarele întrebări:**

- *Care sunt principalele consecințe ale procesul de unificare monetară europeană asupra țărilor ECE, în contextul aderării acestora la UE? Ce cerințe noi au apărut în urma procesului de unificare monetară europeană pentru țările ECE?*
- *În condițiile menținerii neschimbate a criteriilor de la Maastricht, vor reuși țările ECE să intre în zona euro? Cât de mari sunt riscurile participării la SME II pentru țările ECE?*
- *Care este paritatea centrală față de euro, optimă din punct de vedere economic, pentru țările ECE? Care este cursul valutar de echilibru între monedele țărilor ECE și euro? Cât de mari sunt deviațiile cursului valutar observat pe piață față de cursul de echilibru?*

Dintre țările ECE, **s-a acordat o atenție deosebită României, în cadrul unei analize comparative efectuate pe zece țări ECE**: cele opt țări ECE care sunt deja membre UE (începând cu 1 mai 2004 – *Polonia, Ungaria, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia, Estonia, Letonia și Lituania*) și cele două țări ECE a căror aderare este prevăzută pentru anul 2007 (*România și Bulgaria*).

Lucrarea este structurată pe trei părți, alcătuite din șapte capitole.

Prima parte cuprinde trei capitole, și prezintă cadrul general al analizei. Desigur, pentru a analiza efectele unui anumit fenomen, trebuie mai întâi ca fenomenul respectiv să fie bine cunoscut. Astfel, *primul capitol* prezintă procesul de unificare monetară europeană. *Cel de-al doilea capitol* prezintă cadrul instituțional al aderării țărilor ECE la UE – etapele procesului de aderare, situația țărilor ECE în prezent și divergențele de opinie între țările ECE și instituțiile comunitare cu privire la SME II. *Al treilea capitol* prezintă stadiul în care a ajuns literatura economică în prezent, fundamentele teoretice pe baza cărora a fost dezvoltată această teză.

În următoarele două părți se răspunde la întrebările ridicate.

Partea a doua analizează etapele care mai rămân de parcurs pentru trecerea de la UE la UEM, și cuprinde două capitole.

Mai întâi au fost identificate principalele domenii în care se manifestă consecințele procesului de unificare monetară europeană pentru țările ECE. Din cauză că aderarea la UE implică în mod obligatoriu aderarea ulterioară la UEM, țările candidate la aderare vor trebui să îndeplinească (în afara criteriilor de la Copenhaga, impuse pentru aderarea la UE) criteriile de la Maastricht, care asigură realizarea unui grad ridicat de convergență nominală, acestea fiind criteriile oficiale de acceptare în zona euro. Pe lângă criteriile de la Maastricht, țările ECE vor trebui să îndeplinească și anumite criterii de convergență reală (deși acestea nu sunt expres precizate, instituțiile comunitare au subliniat în repetate rânduri că intrarea în zona euro nu este posibilă înainte de realizarea unui anumit nivel de convergență reală) dar și unele criterii fundamentate de teoria zonelor monetare optime (care ar permite maximizarea beneficiilor și minimizarea costurilor participării țărilor ECE la zona euro). Prezentarea acestora constituie conținutul *capitolului IV*.

În continuare, în *capitolul V.*, s-a evaluat vulnerabilitatea externă, vulnerabilitatea financiară și gradul de dezvoltare a sistemelor financiare din țările ECE, cu ajutorul unui indicator agregat de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II. Pentru construirea acestui indicator s-a utilizat o metodă similară metodei semnalelor („the signal-approach”),

dar care prezintă avantajul obținerii unor semnale de intensități diferite, în funcție de gravitatea problemelor identificate; s-a eliminat astfel principalul inconvenient al metodei semnalelor, constând în răspunsul binar al indicatorilor. Indicatorii utilizați au fost aleși pornind de la indicatorii a căror capacitate de semnalizare a crizelor a fost clar evidențiată în studii anterioare, precum și de la macroindicatorii de prudențialitate propuși de Fondul Monetar Internațional (FMI). Acești indicatori au fost modificați, pentru a ține cont de specificitatea țărilor ECE.

Rezultatele arată că în țările ECE vulnerabilitatea externă și cea financiară sunt destul de reduse și prezintă o tendință continuă de scădere, astfel că la sfârșitul anului 2002 țările ECE prezintă o situație comparabilă cu cea a țărilor „periferice” din UE (Grecia, Irlanda și Portugalia au fost utilizate ca bază de comparație). Nivelul de dezvoltare a sistemului financiar este comparabil cu cel al Greciei, însă mult mai redus decât în Irlanda și Portugalia. Această componentă a indicatorului agregat de sustenabilitate determină rezultatul final, care indică o sustenabilitate ușor mai redusă a participării țărilor ECE la SME II comparativ cu cazul Irlandei și Portugaliei, dar comparabilă cu nivelul de sustenabilitate obținut în cazul Greciei. Evoluția în timp a acestui indicator arată în mod clar că sustenabilitatea participării țărilor ECE la SME II a crescut puternic în perioada 1993-2002, ajungând la sfârșitul anului 2002 la un nivel foarte ridicat. Ca urmare se poate aprecia că riscurile de apariție a unor crize valutare sau financiare, asociate participării țărilor ECE la SME II, sunt în prezent extrem de reduse.

Partea a treia a lucrării este dedicată determinării cursului valutar de echilibru între monedele țărilor ECE și euro, acesta trebuind să stea la baza alegerii cursului pivot din cadrul SME II. Această parte finală cuprinde, de asemenea, două capitole: *capitolul VI. – Cursul valutar de echilibru în cazul țărilor ECE* și *capitolul VII. – Cursul valutar de echilibru leu-euro*.

Pentru determinarea cursului valutar de echilibru au fost utilizate atât teorii clasice (teoria parității puterilor de cumpărare și teoria parității ratelor dobânzii), cât și modele econometrice bazate pe teorii mai moderne. În final, s-a ales un model de tip BEER (curs valutar comportamental de echilibru – „behavioral equilibrium exchange rate”) din două motive: disponibilitatea redusă a datelor, care a impus un orizont al analizei pe termen mediu (o perioadă de analiză de 8 ani: 1996-2003) și faptul că acest tip de model este cel mai utilizat în studiile referitoare la cursul valutar de echilibru în țările ECE. Programul utilizat a fost Eviews, versiunea 3.1, utilizându-se un POOL format din 10 țări ECE (România, Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia).

Rezultatele arată că în perioada de analiză cursul valutar de echilibru s-a apreciat. În același timp, estimările econometrice au arătat că evoluția cursului valutar real în țările ECE este justificată de evoluția unor variabile fundamentale precum productivitatea, datoria externă, diferențialul ratei dobânzii față de zona euro, reformele structurale reflectate în creșterea șomajului și manifestarea efectului Balassa-Samuelson. Pe întreaga perioadă de analiză, deviațiile cursului valutar real înregistrat de țările ECE față de cursul valutar de echilibru estimat au fost reduse (în limita a $\pm 6,5\%$).

Deși, în general, aceste deviații au fost reduse, cele mai mari abateri au fost înregistrate în cazul României, deoarece economia românească prezintă unele particularități ce o diferențiază față de celelalte țări ECE (spre exemplu, efectul Balassa-Samuelson nu pare să fie prezent în România – sau cel puțin el nu este surprins de indicatorul utilizat pentru măsurarea efectului Balassa-Samuelson în acest studiu). Existența acestor particularități, dar și accesul (în cazul României) la serii lunare de date suficient de lungi pentru a permite efectuarea mai multor teste statistice, au determinat reestimarea cursului valutar de echilibru pentru România.

Rezultatele sunt similare cu cele obținute în cazul POOL-ului, cu unele excepții. Dinamica productivității și a șomajului, precum și situația externă (reflectată însă prin evoluția deficitului de cont curent, și nu prin datoria externă) continuă să fie factori importanți ai cursului valutar de echilibru. S-a încercat măsurarea efectului Balassa-Samuelson cu ajutorul altor indicatori, dar în continuare nu s-au găsit evidențe ale prezenței acestui efect în România, în perioada analizată. Testele efectuate evidențiază existența unei relații de cointegrare pe termen mediu și lung între cursul valutar real și determinanții săi, relația de cauzalitate în sens Granger fiind clară: combinația de variabile utilizate în estimare cauzează evoluția cursului valutar real în România.

Concluzia analizei cursului valutar de echilibru, atât în cazul POOL-ului, cât și în cazul specific al României, este că evoluția cursului valutar real în țările ECE este justificată de evoluția variabilelor fundamentale din aceste economii. Deviațiile cursului valutar real de la cursul de echilibru sunt reduse, chiar și în cazul țărilor cu un regim de schimb fix, gen consiliu monetar. Prin urmare, se poate aprecia că țările ECE sunt pregătite pentru fixarea ireversibilă a cursului valutar față de euro, iar intrarea lor în zona euro nu ar avea consecințe negative asupra economiilor naționale ale acestor țări sau asupra zonei euro. Cum evoluția cursului valutar real în ultimii opt ani a urmat relativ fidel evoluția cursului valutar de echilibru, se poate aprecia că și în cazul țărilor ECE paritatea centrală aleasă pentru intrarea în SME II poate fi egală cu cursul valutar observabil pe piață la momentul respectiv.

Principalele contribuții ale lucrării la dezvoltarea literaturii economice privind macroindicatorii de prudențialitate și cursul valutar de echilibru constau în:

- construirea unui indicator agregat, care conține trei categorii de indicatori relevanți pentru țările ECE: indicatori de vulnerabilitate externă, indicatori de dezvoltare financiară și indicatori de vulnerabilitate financiară;
- utilizarea unei metode originale de analiză a macroindicatorilor de prudențialitate, bazată pe metoda semnalelor („signal-approach”), dar care elimină inconvenientul răspunsului binar al indicatorilor utilizați (deoarece indicatorii pot lua orice valoare între 0 și 1, ei indică nu doar existența unei probleme, ci și gravitatea acesteia); în același timp, metoda propusă nu permite compensarea deficiențelor dintr-un domeniu cu marjele de siguranță existente într-un alt domeniu (nu există posibilitatea compensării „plusurilor” cu „minusurile”), ci contorizează toate problemele depistate;
- prezentarea unui studiu empiric prin care se evaluează (cu ajutorul indicatorului agregat construit, și prin aplicarea metodei propuse) sustenabilitatea participării țărilor ECE la SME II; sunt analizate cele 10 țări ECE cu care au fost deschise negocierile de aderare până în prezent (România, Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia) pentru o perioadă de 10 ani (1993-2002);²
- determinarea cursului valutar de echilibru pentru același grup de 10 țări ECE, prin utilizarea unui model de tip BEER, pe baza unor serii de date anuale pentru perioada 1996-2003; deși în ultimii ani au apărut numeroase studii referitoare la cursul valutar de echilibru³, studiul prezentat în această lucrare aduce câteva noutăți: a) POOL-ul utilizat cuprinde toate țările ECE care au deschis negocierile de aderare cu UE până în prezent și doar aceste țări, ceea ce a permis luarea în calcul a unor aspecte specifice acestor țări (spre exemplu analiza influenței gradului de avansare a procesului de aderare asupra cursului valutar); b) din POOL fac parte și România și

² Din informațiile deținute de autoare, acesta este singurul studiu de acest gen realizat până în prezent în România; la nivel internațional, studiile anterioare referitoare la macroindicatorii de prudențialitate din țările ECE sunt rare și, de obicei, tratează doar vulnerabilitatea externă (prin construirea unor sisteme de avertizare timpurie – Early Warning Systems), sau doar vulnerabilitatea financiară (prin analiza indicatorilor de prudențialitate bancară).

³ Afirmăția este valabilă la nivel internațional; în România studiile referitoare la cursul valutar de echilibru sunt extrem de rare.

Bulgaria, țări excluse în mod sistematic din studiile anterioare; c) modelul utilizat permite determinarea directă a cursului de echilibru în raport cu euro; d) perioada de analiză este mai recentă, fiind evaluat cursul valutar de echilibru și deviațiile cursului valutar față de nivelul de echilibru la sfârșitul anului 2003;

- studiul ce prezintă cursul valutar de echilibru între leu și euro este unul dintre primele studii ce abordează problema cursului valutar de echilibru în România; perioada de analiză este recentă (ianuarie 1999 – martie 2004) ceea ce permite evaluarea cursului valutar de echilibru și a deviației cursului real leu-euro față de nivelul de echilibru pentru sfârșitul primului trimestru al acestui an; deși utilizarea unor serii de date anuale sau trimestriale ar fi fost mai indicată, utilizarea seriilor de date lunare a permis obținerea unor serii suficient de lungi pentru aplicarea mai multor teste, care au confirmat relația existentă între cursul valutar și variabilele economice considerate, precum și faptul că aceste variabile determină evoluția cursului valutar real (în sens Granger, adică evoluția lor precede evoluția cursului valutar).

Dintr-o serie de motive, *rezultatele prezentate în această lucrare trebuie tratate cu prudență, din următoarele considerente:*

- referitor la analiza sustenabilității participării țărilor ECE la SME II:
 - o indicatorii care intră în componența indicatorului agregat de sustenabilitate nu pot cuprinde toate aspectele legate de vulnerabilitatea economiei;
 - o deși s-a utilizat ca benchmark valoarea indicatorilor în zona euro sau în UE de câte ori acest lucru a fost posibil, apelând în rest la limite deja consacrate în literatura de specialitate, au rămas totuși unele limite stabilite într-un mod mai mult sau mai puțin arbitrar;
 - o în perioada de analiză, în țările ECE au existat puține crize valutare și financiare și, din acest motiv, nu a fost posibilă testarea capacității de predicție a crizelor pentru indicatorului construit;
 - o frecvența anuală a datelor poate fi insuficientă (de obicei, în studiile referitoare la macroindicatorii de prudențialitate se utilizează date cu frecvență lunară sau trimestrială); în cazul în care există fluctuații lunare sau trimestriale ample în jurul valorii medii anuale, acestea nu sunt surprinse de indicatorii utilizați în acest studiu; totuși, studiile anterioare arată că indicatorii reținuți semnalizează apariția unei crize cu 12 până la 18 luni înainte de apariția acesteia, și deci frecvența anuală a datelor nu ar trebui să constituie o problemă importantă;

- referitor la determinarea cursului valutar de echilibru pentru țările ECE:
 - o numărul de observații este redus (80);
 - o analiza datelor incluse în POOL și existența unor serii individuale foarte scurte (8 observații) nu a permis efectuarea unor teste privind non-staționaritatea seriilor, integrarea și cointegrarea acestora, sau sensul de cauzalitate a relațiilor dintre ele;
 - o alegerea momentului inițial (1996) s-a făcut în mod arbitrar, în funcție de disponibilitatea datelor, nefiind cunoscute decalajele existente între cursul valutar real și cursul valutar de echilibru la momentul inițial – existența unui curs puternic subapreciat sau supraapreciat la începutul anului 1996 ar putea pune în discuție valabilitatea rezultatelor obținute;
- referitor la determinarea cursului valutar de echilibru pentru România:
 - o numărul de observații este redus (63);
 - o perioada de analiză de doar cinci ani și trei luni (ianuarie 1999 – martie 2004) este insuficientă pentru analiza unor tendințe pe termen lung;
 - o ar fi fost preferabilă utilizarea unor serii de date trimestriale sau anuale în locul seriilor de date lunare, deoarece efectele asupra cursului valutar, provocate de modificarea unuia dintre factorii determinanți ai acestuia, pot fi observate cu un anumit lag (de obicei mai mare de o lună) față de momentul producerii modificării respective;
 - o alegerea momentului inițial (ianuarie 1999) prezintă anumite avantaje: acest moment este ulterior ultimului mare „val” de liberalizare a prețurilor și a cursului valutar, ulterior crizei financiare din 1998, și marchează adoptarea strategiei de reducere graduală a inflației, cu aproximativ un sfert din valoarea înregistrată în anul precedent, strategie menținută până în prezent; cu toate acestea nu există nici o garanție că la momentul respectiv cursul valutar real se situa în apropierea nivelului de echilibru – existența unui curs puternic subapreciat sau supraapreciat la începutul anului 1999 ar pune în discuție valabilitatea rezultatelor obținute.

Cu toate aceste limite, lucrarea contribuie la dezvoltarea teoriei economice privind macroindicatorii de prudențialitate și cursul valutar de echilibru, fiind una dintre primele încercări în acest sens în țara noastră.

* În această lucrare expresia „țările ECE” se referă exclusiv la cele zece țări ECE care au început deja negocierile de aderare, în timp ce expresia „țări membre ale UE” se referă doar la țările care erau membre ale UE în 2003 (dacă nu există alte precizări contrare)

Partea întâi :

Cadrul general al analizei

I. PROCESUL DE UNIFICARE MONETARĂ EUROPEANĂ

1.1. SISTEMUL MONETAR EUROPEAN

1.1.1. Constituirea Sistemului Monetar European

Procesul de unificare monetară europeană a început în anii '70, odată cu intrarea sistemului monetar internațional în criza ce avea să ducă la schimbarea lui în 1976. Țările vest-europene nu voiau să se lase afectate de instabilitatea monetară internațională și au încercat să prelungească cumva stabilitatea caracteristică sistemului monetar internațional instituit la Bretton Woods, în 1944. *Prima propunere de constituire a unei zone monetare a fost făcută în 1969 (Consiliul European de la La Haye)*. Un an mai târziu, raportul Werner a determinat introducerea „șarpelui valutar”.

În 1972 nouă țări europene – Franța, Germania, Italia, Luxemburg, Belgia, Olanda, Marea Britanie, Irlanda și Danemarca – au decis să limiteze fluctuațiile cursurilor dintre monedele lor, dar și față de dolarul american, la $\pm 2,25\%$, aranjament cunoscut sub denumirea de „șarpe valutar”, denumirea oficială fiind de “*sistem european al limitelor înguste ale cursurilor valutare*”. În practică, acest aranjament a însemnat flotarea concertată (în bloc) a monedelor vest-europene față de dolarul american.

În 1973, după cea de-a doua devalorizare a dolarului american și în urma șocului petrolier, mișcările speculative de capitaluri s-au amplificat. Încercând să mențină cursurile de schimb în marjele de fluctuație prestabilite, băncile centrale și-au epuizat rezervele

valutare. Lipsa coordonării și adoptarea unor politici monetare independente, divergente, au determinat dispariția „șarpelui valutar”.⁴

Conferința de la Kingston (Jamaica, 1976) a fost urmată de o perioadă de puternică instabilitate monetară, care a favorizat apariția unor ample mișcări speculative de capitaluri. În aceste condiții, în 1978, șefii de stat europeni s-au întâlnit la Copenhaga, și au decis crearea unei zone de stabilitate monetară în Europa. La conferința de la Bremen (iulie 1978) – cunoscută drept conferința „fondatoare” a *Sistemului Monetar European (SME)* – au fost stabilite toate detaliile, iar în 1979 SME a fost creat.

După șocul petrolier din 1973-1974 și experiența nereușită a “șarpelui valutar”, care nu a rezistat crizei internaționale, crearea SME a fost privită cu multe rezerve, puțini fiind cei care aveau încredere în șansele sale de a rezista în timp.

Principiile de bază ale SME au fost:

- o unitate monetară comună (ECU – European Currency Unit), definită pe baza unui coș format din monedele tuturor țărilor participante;
- cursuri de schimb fixe între monedele europene, dar ajustabile, stabilite prin definirea și respectarea unui curs pivot al fiecărei monede participante față de ECU. Cursurile pivot puteau fi modificate cu acordul celorlalte țări participante, iar marjele de variație acceptate ale cursurilor de schimb pe piață față de cursurile pivot erau de $\pm 2,25\%$ (ca regulă generală, începând cu 1989, s-a acceptat o bandă de fluctuație extinsă, de $\pm 6\%$ pentru țările care au solicitat acest lucru);
- un indicator de divergență pentru fiecare monedă participantă, care să reflecte evoluția dispartată a unei monede față de celelalte monede participante și să permită stabilirea băncii centrale căreia îi revine sarcina de a acționa pentru reechilibrarea cursului de schimb;
- solidaritatea țărilor membre, manifestată prin crearea unei rezerve valutare comune și acordarea de credite reciproce în cazul existenței unor dificultăți ale balanței de plăți, și pentru finanțarea intervențiilor. În acest scop a fost creat Fondul European de Cooperare Monetară (FECOM).

⁴ Germania a reușit să mențină inflația sub control prin aplicarea unei politici monetare restrictive, caracterizată de dobânzi reale pozitive ridicate. Celelalte țări europene nu au reușit însă acest lucru, fiind nevoite să părăsească “șarpele valutar” – Italia, Marea Britanie (1973), Franța (1974, apoi din nou în 1976, după revenirea din 1975). În “șarpele valutar” au mai rămas o perioadă marca germană și câteva monede strâns legate de marca germană, apoi acest mecanism a fost abandonat.

Orice stat membru al Comunității Economice Europene putea adera la SME, chiar dacă nu a participat la „șarpele valutar”. Inițial au participat aceleași țări ca și în cazul „șarpelui valutar”, mai puțin Marea Britanie (Franța, Germania, Italia, Luxemburg, Belgia, Olanda, Irlanda și Danemarca). În 1989 Spania a aderat la SME, cu o bandă de fluctuație extinsă, de $\pm 6\%$. În anul următor Italia a extins banda de fluctuație a lirei la $\pm 6\%$. Tot în 1990 a aderat și Marea Britanie la SME, iar în 1992 Portugalia. În septembrie 1992 Marea Britanie și Italia au părăsit SME. Peseta-ul spaniol și escudo-ul portughez s-au devalorizat în repetate rânduri. Banda de fluctuație a fost extinsă la $\pm 15\%$ (doar marca germană și guldenul olandez au rămas în continuare la banda inițială, de $\pm 2,25\%$). Austria a aderat la SME în 1995, iar în octombrie 1996 Finlanda. În noiembrie 1996 lira italiană a revenit în SME.

1.1.2. Criza Sistemului Monetar European

Fluctuațiile dolarului au determinat apariția unei instabilități cronice a SME, dar mecanismele de ajustare ale acestuia au reușit restabilească echilibrul în economiile europene. O serie de monede europene au fost devalorizate (lira italiană, peseta spaniolă etc.), cursurile pivot ale monedelor participante au fost revizuite de mai multe ori, dar s-au respectat regulile sistemului și nu au existat efecte negative majore. Au existat și perioade lungi în care cursurile au rămas nemodificate.

Eliminarea posibilității de realiniere a cursurilor în 1987 (prin acordurile de la Båle-Nyborg) a creat primele tensiuni în SME, dar acestea au fost ușor depășite, statele participante fiind dispuse să renunțe parțial la autonomia politicii lor monetare și să urmeze politica impusă de Bundesbank (cu atât mai mult cu cât aceasta se bucura de un deosebit prestigiu, datorită performanțelor sale de a controla inflația). Această renunțare a fost doar parțială, cât timp statele mai aveau încă mijloace de a controla schimburile internaționale și fluxurile de capital, situație care s-a menținut timp de trei ani.

Liberalizarea mișcărilor de capital în 1990 a amenințat serios stabilitatea SME. Aparent, prin această decizie, statele europene ignorau cu bună știință una din incompatibilitățile economice fundamentale – cea dintre cursuri fixe, mobilitatea perfectă a capitalului și politică monetară autonomă. Prin urmare, criza SME era iminentă și inevitabilă. Se poate spune că *criza SME din septembrie 1992* nu a făcut decât să

confirme această „trinitate imposibilă” (cunoscută și sub denumirea de „triunghiul incompatibilităților”⁵).

Paradoxal, această criză a SME apărea exact în perioada în care se semna Tratatul de la Maastricht, prin care statele europene își afirmau hotărârea de a realiza o uniune economică și monetară și de a adopta o monedă unică.

Cauzele crizei SME nu au fost încă identificate și elucidate complet. Totuși, printre ele se pot aminti următoarele:

- La 2 iunie 1992, *Danemarca a respins prin referendum Tratatul de la Maastricht*. Deși probabil rezultatul acestui referendum nu a fost decât un catalizator, mulți economiști consideră că acest răspuns negativ al poporului danez a condus la izbucnirea crizei SME, deoarece piața l-a interpretat ca o îndoială, ca un semnal că UEM ar putea fi doar o iluzie, care nu va deveni neapărat o realitate, ceea ce a favorizat atacurile speculative;
- Unele țări participante la SME se confruntau cu *probleme de competitivitate*, din cauza inflației persistente și a creșterii costurilor cu forța de muncă (cazul Italiei, de exemplu, a cărei monedă a și fost atacată);
- Existau *anticipații privind schimbări inevitabile de politică monetară* (cauzate de creșterea șomajului) în unele țări europene, iar ca urmare monedele acestor state au fost atacate, deoarece orice modificare de politică monetară corect anticipată este o oportunitate de câștig pentru speculatori;
- Existența unor atacuri speculative care pot provoca o criză, chiar în absența unor cauze în economia reală – susținută de *teoria atacurilor speculative auto-întreținute* (Obstfeld, Flood și Garber); evenimentele din vara anului 1992 pot fi considerate o confirmare a faptului că astfel de atacuri auto-întreținute pot apărea în practică (Eichengreen, 1997);
- În planul economiei reale, *unificarea Germaniei* a constituit, fără îndoială, un șoc macroeconomic puternic și, în mod cert, asimetric. Considerată cel mai adesea una din principalele cauze ale deteriorării situației bugetare a statelor membre UE (privită prin prisma criteriilor de la Maastricht), unificarea Germaniei și întârzierea reevaluării mărcii germane sunt incluse de unii economiști între cauzele crizei SME;

⁵ Acest concept apare în lucrările lui Mundell, dar este formulat explicit abia în 1987, în raportul Padoa-Schioppa; se referă la imposibilitatea coexistenței cursurilor valutare fixe cu o politică monetară independentă și cu o perfectă mobilitate a capitalurilor. Unii autori adaugă la aceste trei elemente comerțul liber, vorbind despre „cvartetul inconsistent” (Eichengreen, 1997).

- *Constatarea că UE nu constituie o zonă monetară optimă* a afectat negativ anticipațiile de pe piață – realizarea UEM nu era credibilă în contextul existenței unei puternice opoziții, și a multor cereri de modificare a criteriilor de la Maastricht (deoarece acestea nu erau în concordanță cu teoria zonelor monetare optime). A rezultat astfel un cadru favorabil atacurilor speculative.

1.1.3. Sistemul Monetar European după 1992

Statele europene au reacționat prompt pentru salvarea SME, demonstrând determinarea lor de a continua procesul de unificare monetară. S-a decis *lărgirea benzii de fluctuație la $\pm 15\%$* , păstrând celelalte caracteristici ale sistemului.

În acest fel, SME devenea o „zonă-țintă”⁶, iar mecanismele specifice acestui aranjament au permis revenirea SME la stabilitate, cu atât mai mult cu cât țările participante dețineau rezerve suficiente pentru ca „zonă-țintă” să fie sustenabilă și credibilă. Mai mult decât atât, băncile centrale europene beneficiau de un grad ridicat de independență, iar obiectivul principal al politicii monetare era stabilitatea prețurilor – neexistând alte constrângeri asupra politicii monetare. Lărgirea benzii de fluctuație din cadrul SME a permis statelor participante o mai mare marjă de manevră pentru a direcționa evoluția economiei în sensul îndeplinirii criteriilor de la Maastricht și pentru a putea adopta moneda unică euro încă de la lansarea ei.

În pofida crizelor prin care a trecut, SME a constituit o experiență reușită, în special prin performanțele realizate în materie de dezinflație (în perioada 1980 – 1987 rata medie a inflației s-a redus în țările participante de la 11,2% la 2,2%).

SME a îndeplinit și funcția de transfer de credibilitate a politicii monetare dinspre Germaniei către țările tradițional inflaționiste (Italia, Franța), care au fost constrânse să lupte contra acestui fenomen prin aderarea la SME. Țările care aveau o inflație mai mare decât partenerul lor german sufereau pierderi de competitivitate (din cauza aprecierii în termeni reali a cursului valutar); în aceste condiții pe piață se anticipa o devalorizare a monedelor naționale aparținând acestor țări, ori, o astfel de anticipație favorizează atacurile speculative. Deoarece băncile centrale dețin resurse limitate pentru susținerea cursului valutar ele au fost nevoite să își schimbe politica monetară, urmând modelul Germaniei, pentru a împiedica devalorizarea continuă a monedelor lor naționale și pentru a reduce probabilitatea apariției atacurilor speculative.

⁶ Pentru prezentarea zonelor țintă, a se vedea capitolul III (subcapitolul 3.2.1.); pentru o descriere mai detaliată a se vedea Krugman et Miller (1995).

Practic, SME a fost întotdeauna un sistem asimetric, majoritatea țărilor participante urmând modelul Germaniei. Liberalizarea mișcărilor de capital a amplificat asimetria SME, deoarece multe bănci naționale, conștiente de triumfiul incompatibilităților, au decis să renunțe de facto la autonomia politicii monetare și să urmeze politica monetară aplicată de Bundesbank, pentru a se putea menține în SME. Gradul de asimetrie a crescut atât de mult, încât unii economiști au considerat SME drept un regim de ancorare nominală a celorlalte monede europene la marca germană (Eichengreen 1997).

Banda de $\pm 15\%$ a fost considerată suficient de largă pentru a permite utilizarea cursurilor valutare ca mijloc de apărare împotriva atacurilor speculative, până la realizarea uniunii monetare. Deoarece a avut succes, iar în acest nou context statele membre ale UE au reușit să se mențină în interiorul benzii fără a necesita intervenția băncii centrale, această bandă a fost menținută și pentru SME II.

1.2. UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ

1.2.1. Prevederile Tratatului de la Maastricht

Tratatul de la Maastricht, încheiat în 1992 și ratificat un an mai târziu, a prevăzut crearea unei uniuni economice și monetare. Statele membre UE urmau să adopte o monedă unică și să renunțe la politica monetară națională în favoarea unei politici monetare unice, elaborată și implementată de un Sistem European de Bănci Centrale (SEBC).

Realizarea UEM urma să se realizeze în trei faze:

- în *prima fază*, deja în derulare la data semnării tratatului, urma să se continue trecerea la o piață unică, liberalizarea circulației capitalurilor și intensificarea coordonării politicilor monetare;
- în *cea de-a doua fază*, care trebuia să înceapă la 1 ianuarie 1994, urma să se intensifice coordonarea politicilor economice și să se întărească disciplina bugetară; tot în această fază urma să fie creat Institutul Monetar European – instituție care avea să se transforme la începutul celei de-a treia faze în Banca Centrală Europeană (BCE) – și să fie definitivat „coșul” pe baza căruia se definește moneda unică;
- *cea de-a treia fază*, prevăzută să înceapă la 1 ianuarie 1997 sau 1 ianuarie 1999, se caracterizează prin fixitatea absolută a cursurilor de schimb, dispariția piețelor valutare, o politică monetară unică și înlocuirea rapidă a monedelor naționale prin moneda unică.

Renunțarea la politica monetară națională nu a fost privită ca un cost major. Tratatul de la Maastricht precizează că singurul rol al politicii monetare trebuie să fie menținerea sub control a inflației. Țările europene păreau să fie de acord că politica monetară nu trebuie utilizată în alte scopuri, pentru a încerca o relansare economică de exemplu, aspect relevat de gradul mare de independență de care se bucurau băncile centrale naționale din țările membre ale UE.

În condițiile realizării unei uniuni economice și monetare, se pune și problema sustenabilității datoriei publice. Soluția aleasă de semnatarii Tratatului de la Maastricht nu a fost federalismul bugetar, ci o clauză a absenței solidarității, statelor semnatare impunându-li-se o disciplină bugetară riguroasă. Astfel, nu se stabilea o soluție pentru problemele datoriei publice, ci se încerca prevenirea lor.

Procesul de unificare monetară prevăzut în Tratatul de la Maastricht este definitiv și ireversibil. Ireversibilitatea procesului rezultă din modalitatea de trecere la faza a treia, condiționată de îndeplinirea unor *criterii de convergență* foarte precise:

- *rata inflației* cu maxim 1,5% mai mare decât performanța celor mai bune trei economii în domeniul monetar;
- *deficit bugetar* de maxim 3% din PIB;
- *datorie publică* de maxim 60% din PIB;
- *rata anuală a dobânzii la creditele pe termen lung* cu maxim 2% mai mare decât media celor trei state care au realizat cele mai bune performanțe în domeniul monetar;
- *legislație națională* compatibilă cu funcționarea SEBC;
- *participarea anterioară la SME*, timp de minim doi ani, fără tensiuni.

Gradul de îndeplinire a acestor criterii de către statele membre cu derogare este analizat periodic (la fiecare doi ani) de către BCE, în „Rapoarte de convergență”. Pe baza acestora Consiliul European decide care sunt statele care pot adopta euro. Practic, criteriile de convergență sunt mai interpretabile decât lasă să se vadă această prezentare succintă.

Referitor la *rata inflației* se are în vedere media celor trei țări care au avut cele mai bune performanțe în domeniul stabilității prețurilor. Până acum s-au considerat țările în care rata inflației a fost cea mai scăzută, însă în perspectiva în care în unele țări rata inflației va fi negativă, se pune problema dacă deflația poate fi interpretată ca o performanță compatibilă cu stabilitatea prețurilor.

Criteriul referitor la *deficitul bugetar* este considerat îndeplinit dacă statul nu este subiect al unei decizii a Consiliului UE prin care se stabilește existența unui deficit excesiv; inexistența unui deficit excesiv înseamnă fie un deficit bugetar de maxim 3% din PIB, fie în cazul unui deficit mai mare, existența unei tendințe de reducere substanțială a acestuia (care are ca rezultat apropierea deficitului de limita impusă) sau existența unei situații

excepționale și temporare (cauzată de cauze conjuncturale), nivelul deficitului fiind totuși apropiat de limita de 3%. Această evaluare este completată de un raport al Comisiei Europene în care se exprimă opinia acesteia legată de existența sau inexistența unui risc de a înregistra un deficit excesiv în statul în cauză. Comitetul Economic și Financiar (ECOFIN)⁷ se pronunță asupra raportului Comisiei, iar Consiliul UE adoptă o decizie cu majoritate calificată referitor la existența sau inexistența unui deficit excesiv în statul analizat.

În privința *datoriei publice*, sustenabilitatea poziției guvernului implică fie o datorie publică de maxim 60% din PIB, fie o datorie publică superioară limitei de 60%, dar care a înregistrat o tendință susținută de reducere și se apropie de valoarea limită într-un ritm destul de rapid. Ultima prevedere lasă spațiu larg pentru interpretări – de exemplu, în „Raportul de convergență” elaborat de Comisia Europeană în anul 2000, s-a constatat că, în Grecia, datoria publică în anul 1999 a fost de 104,4% din PIB, valoare ce depășea cu mult limita de 60%. Totuși, Greciei i s-a permis adoptarea euro de la 1 ianuarie 2001, considerându-se că îndeplinește criteriile de convergență de la Maastricht, inclusiv criteriul datoriei publice. Acest lucru a fost posibil deoarece analiza a evidențiat o tendință de scădere a ponderii datoriei publice în PIB de la 111,3% în 1996 la 104,4% în 1999. În plus, din punct de vedere al deficitului bugetar, situația finanțelor publice era sustenabilă, înregistrându-se un deficit bugetar de 1,6% din PIB în anul 1999; deficitul a fost estimat pentru anul 2000 la un nivel de 1,2%, cu mult sub limita de 3%, aceste performanțe fiind remarcabile, ținând cont de faptul că nivelul deficitului bugetar a fost de 15,9% din PIB în 1990). Analiza altor elemente (factori care au condus la valorile înregistrate, componentele structurale ale datoriei) au permis desprinderea concluziei că Grecia este capabilă să îndeplinească obiectivele pe termen mediu prevăzute în Pactul de Creștere și Stabilitate⁸, neexistând riscul ca situația finanțelor publice din această țară să pericliteze obiectivele de dezvoltare ale UEM.

Criteriul de la Maastricht privind *rata dobânzii* a fost ales deoarece se consideră că nivelul ratei dobânzii pe termen lung reflectă gradul de durabilitate a convergenței realizate de statul membru. Protocolul privind criteriile de convergență mai precizează că rata dobânzii avută în vedere se calculează ca medie a ratei nominale a dobânzii pe termen lung

⁷ Organism comunitar consultativ, instituit prin Tratatul de la Maastricht. Fiecare stat membru al UE, Comisia Europeană și BCE numesc, cel mult, câte doi membri în Comitet – unul din cei doi membri numiți de fiecare stat membru este ales dintre oficialitățile guvernamentale naționale, iar celălalt dintre oficialii băncii centrale naționale.

⁸ Acord între statele membre ale UE, adoptat la Consiliul European de la Amsterdam din iunie 1997, care prevede o disciplină strictă în domeniul fiscal și bugetar, nerespectarea acesteia atrăgând după sine aplicarea unor sancțiuni (sancțiunile financiare se aplică doar statelor membre ale UEM, în cazul înregistrării unui deficit excedetar).

pentru titluri de stat, pentru ultimele 12 luni. Ca regulă generală s-a stabilit că titlurile care pot fi avute în vedere trebuie să fie emise de guvern, pentru o perioadă de aproximativ 10 ani și să fie lichide (pentru a evita ca rata dobânzii să fie afectată de prime de lichiditate).

Criteriul privind *stabilitatea cursului de schimb* impune participarea la SME timp de minim 2 ani, fără deprecieri ale cursului pivot și fără intervenții ale băncii centrale. Protocolul privind criteriile de convergență precizează că acest criteriu este considerat îndeplinit dacă fluctuațiile cursului valutar al țării analizate s-au încadrat în limitele normale de fluctuație, fără a se înregistra tensiuni severe, timp de minim 2 ani înainte de examinare – în particular, deprecierea cursului central nu este acceptabilă. În cadrul procedurii de evaluare BCE constată dacă statul respectiv a participat la SME timp de cel puțin 2 ani înainte de realizarea „Raportului de convergență”, apoi exprimă o părere oficială privind respectarea sau nu a fluctuațiilor normale în cadrul SME; în final se analizează tensiunile existente prin prisma deviației cursului valutar de la cursul pivot, a diferențialului ratelor dobânzii față de cele trei țări considerate și la alte criterii (care au avut cele mai bune performanțe în domeniul monetar) și a influenței comportamentului investitorilor străini. Limitele normale ale SME au fost inițial de $\pm 2,25\%$, o limită de $\pm 6\%$ fiind prevăzută ca o derogare, pentru unele țări; din august 1993, limitele benzii de fluctuație au fost extinse la $\pm 15\%$. Odată cu apariția euro, SME a fost înlocuit cu SME II, banda de fluctuație de $\pm 15\%$ fiind menținută. Conform declarațiilor instituțiilor comunitare, prin „limite normale de fluctuație” se înțeleg totuși limitele inițiale ale SME, de $\pm 2,25\%$. Însă, aderarea Greciei a creat un precedent, arătând că aceste limite pot să nu fie respectate, în special dacă depășirea lor se face în sensul aprecierii monedei naționale față de euro.

Criteriile de convergență au fost subiectul a numeroase critici, unii economiști susținând că Tratatul de la Maastricht pune accentul în mod nejustificat pe realizarea convergenței nominale, acordând insuficientă importanță convergenței reale⁹. Adoptarea acestor criterii a iscat numeroase dezbateri și controverse privind *relația dintre convergența nominală și convergența reală*. S-au efectuat și numeroase studii empirice pentru a stabili dacă aceste procese evoluează în același sens sau în sensuri contrare.

⁹ În literatura economică cel mai adesea termenul de convergență este asociat cu aspecte economice reale: reducerea diferențelor privind nivelul de trai, ritmul de creștere economică, rata ocupării, nivelul de competitivitate, atenuarea diferențelor structurale din industrie, și infrastructură. Într-o altă accepțiune putem vorbi de o convergență nominală, care privește evoluția variabilelor privind costurile, prețul, rata dobânzii, raportul de schimb, indicatorii privind finanțele publice. În vocabularul comunitar termenul de „convergență” este utilizat pentru a desemna convergența nominală, în timp ce pentru convergența reală se folosește termenul de „coeziune”. Trebuie remarcată o particularitate a criteriilor de convergență: în timp ce termenul de convergență presupune în general o apropiere de nivelul mediu al indicatorilor unui grup de țări, Tratatul de la Maastricht prevede convergența către cele mai bune performanțe.

Deși nu s-a ajuns la o concluzie clară, unanim acceptată, studiile empirice (Problèmes économiques, nr.2475/1996, Carré, 1997) au arătat că, la începutul anilor '80, creșterea convergenței nominale între țările europene a fost însoțită de reducerea convergenței reale. Dacă se are în vedere însă o perioadă mai lungă de timp, se constată că, în anii '90, procesele de convergență nominală și reală în țările membre UE au evoluat în același sens – contrar evoluției din anii '80.

Astfel, studiul realizat de Carré (1997) consideră ca indicator de convergență reală PIB-ul pe locuitor, iar ca indicator de convergență nominală rata inflației. Studiul are în vedere țările membre UE și AELS (mai puțin Grecia) și o perioadă de timp de peste trei decenii. Concluziile arată că în anii '60 a avut loc creșterea ambelor forme de convergență ; în anii '70 convergența reală a continuat, dar însoțită de o divergență nominală. În prima jumătate a anilor '80, situația a fost inversă : o convergență nominală însoțită de o divergență reală. După 1984, s-a reluat evoluția în paralel, de convergență nominală și reală. Studiul nu precizează cauzele acestor evoluții, nici nu oferă o bază pentru a putea efectua previziuni pentru viitor, dar arată că procesul de convergență nominală nu este însoțit întotdeauna de slăbirea convergenței reale.

La sfârșitul anului 1996, situația țărilor membre UE dădea suficiente motive de preocupare privind constituirea uniunii economice și monetare. Convergența nominală a înregistrat progrese peste așteptări (SME s-a dovedit un excelent dispozitiv de stabilizare monetară în Europa, asigurând reducerea ratelor inflației și convergența acestora, iar liberalizarea mișcărilor de capital a favorizat convergența ratelor nominale ale dobânzii), însă situația finanțelor publice s-a degradat în majoritatea țărilor.

La sfârșitul anului 1995, o singură țară – Luxemburg – satisfacea ambele criterii legate de finanțele publice. Trei țări îndeplineau criteriul deficitului public (Luxemburg, Danemarca și Irlanda) și patru țări pe cel al datoriei publice (Luxemburg, Franța, Anglia, Germania). Previziunile efectuate în 1997 arătau că majoritatea țărilor membre UE nu ar fi putut adopta moneda unică în 1999 – nici măcar Franța și Germania. În aceste condiții, realizarea uniunii economice și monetare conform Tratatului de la Maastricht părea irealizabilă, motiv pentru care unii economiști au propus schimbarea criteriilor de convergență sau interpretarea lor diferită, argumentând că politicile restrictive impuse prin criteriile de la Maastricht vor afecta negativ nivelul de ocupare (Husson, 1997) și creșterea economică (Mazier, 1997)¹⁰.

¹⁰ În Grupul „Appel des économistes pour sortir de la pensée unique” (1997)

Tratatul de la Maastricht a fost criticat nu doar din cauza criteriilor de convergență. Unii economiști considerau că proiectul unificării monetare europene va fi sortit eșecului, deoarece în cadrul UEM *politica bugetară rămânea la nivel național*, iar *suportul politic era considerat insuficient în absența uniunii politice*.

Referitor la politica bugetară, Tratatul de la Maastricht precizează că aceasta este de competență națională, stabilind însă două criterii de convergență referitoare la situația finanțelor publice, pentru ca o țară să fie acceptată în zona euro: criteriul deficitului bugetar și criteriul datoriei publice. În 1997, odată cu încheierea Tratatului de la Amsterdam a fost încheiat și *Pactul de Creștere și Stabilitate*, prin care se impune o anumită disciplină bugetară și promovarea eficienței economice prin favorizarea producției de bunuri publice comunitare. În 2004 (după un conflict cu Consiliul European în noiembrie 2003) Comisia Europeană a propus unele modificări semnificative privind *Pactul de Creștere și Stabilitate* (acordarea unei importanțe sporite dinamicii datoriei publice, luarea în considerare a specificului național, redefinirea „circumstanțelor excepționale”, îmbunătățirea transparenței și a fiabilității, acționarea mai rapidă și întărirea caracterului preventiv al Pactului). Aceste propuneri ar trebui să permită restaurarea credibilității *Pactului de Creștere și Stabilitate*, dar pentru moment ele se lovesc de un profund dezacord din partea BCE, ceea ce prelungește eforturile de găsire a unui compromis.

Pactul de Creștere și Stabilitate definește o orientare clară pe termen mediu a politicii bugetare – o situație echilibrată sau excedentară a finanțelor publice. Statele membre ale UE sunt ținute să respecte criteriile de la Maastricht referitoare la situația finanțelor publice și după intrarea în zona euro, în caz contrar fiind prevăzute sancțiuni, inclusiv de ordin financiar. Una din criticile aduse *Pactului de Creștere și Stabilitate* este că limitează marja de acțiune a politicilor economice naționale în caz de șoc asimetric.

Un element specific UE îl constituie *fondurile structurale*. Cele mai cunoscute sunt Fondul Social European (creat în 1958 pentru a facilita mobilitatea geografică și profesională), Fondul European de Orientare și Garantare Agricolă (creat în 1964 și utilizat pentru implementarea politicii agricole comune) și Fondul European de Dezvoltare Regională (creat în 1975 pentru a susține dezvoltarea regiunilor aflate în criză). Prin aceste fonduri structurale, UE a reușit să redistribuie resurse considerabile, chiar în absența unui federalism bugetar. În 1992 a fost creat și un fond de coeziune, destinat sprijinirii țărilor membre mai puțin dezvoltate în realizarea convergenței reale prin reducerea decalajelor. Odată cu trecerea la UEM, au fost avute în vedere reforme ale acestor fonduri, reforme îndreptate în sensul creșterii sumelor alocate și stabilirii unor obiective prioritare, care să asigure creșterea eficienței utilizării lor.

Experiențele anterioare arată că uniunile monetare centralizate (în care există o autoritate monetară unică – de exemplu statele națiuni) sunt, de regulă, durabile și permanente, capabile să se adapteze și să supraviețuiască șocurilor, spre deosebire de uniunile monetare descentralizate (în care există mai multe autorități monetare independente – spre exemplu uniunea monetară austro-germană, uniunea monetară scandinavă, uniunea monetară latină), care se dezintegrează relativ ușor în caz de probleme economice sau politice. De obicei, unificarea monetară a fost ulterioară unificării politice.

UEM este o uniune monetară centralizată: există o autoritate monetară unică responsabilă de elaborarea politicii monetare. În plus, calitatea de membru a UEM este permanentă, neexistând nici o clauză de ieșire. În 1998 W.H. Buitter afirma, în cadrul unui discurs ținut la Londra, că UEM va rezista cu siguranță în timp, deoarece decizia membrilor de a se retrage din zona euro este singurul caz în care aceasta și-ar înceta existența, iar probabilitatea unei astfel de decizii este extrem de redusă.

În cadrul UEM, sistemul fiscal este descentralizat, neexistând o autoritate fiscală unică, dar și înainte de crearea UEM au existat uniuni monetare în care funcționau mai multe autorități fiscale (independente sau de tip federal), fără ca acest fapt să aibă efecte negative asupra uniunii: USA, Canada, Elveția, Germania după cel de-al doilea război mondial, Reich-ul German (1875-1923), Imperiul Austro-Ungar (1867-1913).

Integrarea economică și monetară este văzută ca un pas important spre integrarea politică a UE (unificarea politică fiind un obiectiv declarat al UE). Se pune însă problema dacă integrarea economică, monetară și politică trebuie să coexiste sau dacă ele pot exista și separat. Există două curente principale de opinie: curentul anglo-american, care susține că nu există nici o legătură între integrarea economică și unificarea monetară (și cu atât mai puțin între acestea și unificarea politică) și curentul franco-german (susținut de guvernele celor două țări), care afirmă că integrarea economică nu poate asigura un echilibru politic în lipsa unificării monetare. Autoritățile germane afirmă de asemenea că, în cadrul UE, unificarea politică este necesară pentru a asigura buna funcționare a uniunii monetare, pentru a oferi o garanție a hotărârii guvernelor de a implementa politici fiscale compatibile cu stabilitatea prețurilor.

Suportul politic necesar supraviețuirii unei uniuni monetare nu implică în mod necesar uniunea politică. Este suficient un consens politic privind faptul că beneficiile rezultate din participarea la uniunea monetară depășesc costurile acestei participării (Jonung, 2002).

UEM s-a realizat conform prevederilor Tratatului de la Maastricht, respectându-se cele trei faze stabilite în tratat.

La 1 mai 1998, Consiliul European a analizat situația țărilor membre ale UE care doreau să participe la UEM. Din 13 țări analizate, au fost acceptate doar 11 – acelea care îndeplineau criteriile de convergență. Astfel *moneda unică, euro, a fost adoptată la 1 ianuarie 1999 (în formă scripturală) de următoarele țări: Austria, Belgia, Finlanda, Franța, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia, Spania; la 1 ianuarie 2001 acestor țări li s-a alăturat și Grecia.* Începând cu 1 ianuarie 2002, euro există și sub formă de bancnote și monede în aceste 12 țări.

Dintre *țările care nu participă în prezent la uniunea economică și monetară* două au apelat la clauza de „non-adoptare” (opt-out) care le-a fost acordată (Danemarca și Marea Britanie) și una singură nu a îndeplinit criteriile de la Maastricht (Suedia).

Danemarca a respins prin referendum ratificarea Tratatului de la Maastricht în 1992. În septembrie 2000 s-a organizat un nou referendum referitor la adoptarea euro de către Danemarca, dar răspunsul populației a fost din nou unul negativ.

Cazul Marii Britanii este un caz aparte, existând numeroase aspecte care justifică reținerile englezilor față de moneda unică:

- relațiile comerciale ale Marii Britanii cu alte state europene sunt deosebit de intense la nivelul bunurilor; la nivelul serviciilor, însă, precum și legat de fluxurile de capital, predomină relațiile cu alte țări, și cum aceste fluxuri au o pondere importantă pentru Marea Britanie, este de înțeles de ce englezii doresc să-și asigure un grad mai ridicat de independență și de flexibilitate;
- multe companii din Marea Britanie sunt multinaționale și au filiale în afara UE, și pentru acestea schimbarea monedei este ceva mai complicată și mai puțin avantajoasă;
- piața imobiliară (și a creditelor imobiliare) este deosebit de dezvoltată, și ca urmare englezii sunt deosebit de sensibili la modificarea ratei dobânzii, deoarece aceasta le afectează atât veniturile cât și averea deținută;
- din punct de vedere al ciclului economic, Marea Britanie se sincronizează cu ciclul economic american, nu cu cel european;
- un sentiment puternic de atașament față de moneda națională.

R. Ricciardi (1999) aprecia că Marea Britanie va stabili un curs fix al lirei sterline față de euro până în 2004, dar trecerea efectivă la euro se va face mai târziu, când agenții economici englezi vor accepta cu ușurință euro în afacerile lor.¹¹

¹¹ În Fondation Singer-Polignac (1999)

Suedia nu beneficiază de clauza de „non-adoptare”, dar se menține în mod voluntar în afara zonei euro¹², refuzând să participe la SME (și ulterior la SME II). În 2002, Raportul de convergență întocmit de Comisia Europeană constata, pentru a treia oară consecutiv, că Suedia nu îndeplinește criteriul referitor la cursul valutar, deoarece nu participă la SME II, iar cursul coroanei suedeze a înregistrat fluctuații importante față de euro pe parcursul perioadei de analiză (în perioada 2000-2002 coroana suedeză s-a depreciat cu 18% față de euro, depășind limita de 15%). În plus, legislația suedeză nu este compatibilă cu funcționarea SEBC.

Tratatul de la Maastricht a reglementat în detaliu modul de trecere de la monedele naționale la euro și modul de funcționare a instituțiilor responsabile de elaborarea și implementarea politicii monetare unice. Aceste aspecte sunt prezentate în următoarele două subcapitole.

1.2.2. Euro - moneda unică europeană

Înainte de lansarea euro, în UE existau cele patru libertăți fundamentale de circulație (a bunurilor, a serviciilor, a capitalurilor și a persoanelor), exista o cetățenie comunitară, dar toate acestea erau elemente abstracte. Euro este primul element concret, tangibil, al unificării europene, care poate fi perceput la nivelul fiecărui cetățean european.

Denumirea monedei unice europene, prevăzută în Tratatul de la Maastricht era „ecu”. Pentru francezi această denumire era destul de familiară, deoarece evoca o monedă utilizată în trecut pe teritoriul Franței, însă Germania dorea modificarea denumirii¹³. Consiliul European de la Madrid (decembrie 1995) a stabilit denumirea oficială a monedei unice europene: euro. În acest fel, toată lumea a fost mulțumită: nu mai există probleme de sonoritate, numele monedei europene este imediat asociat Europei, iar pentru francezi această alegere este una fericită, euro având o sonoritate apropiată de cea a cuvântului „heureux” (fericit).

Simbolul grafic utilizat pentru euro seamănă cu un „E” tăiat de două linii orizontale și paralele. Acest simbol este inspirat din litera grecească epsilon, amintind de leagănul

¹² Referendumul organizat în Suedia în septembrie 2003 a arătat că majoritatea populației suedeze dorește ca Suedia să rămână în afara zonei euro.

¹³ În germană „ein ecu” (un ecu) are o sonoritate foarte apropiată de „eine Kuhe” (o vacă).

civilizației europene, fiind și prima litera a cuvântului "Europa". Liniile paralele simbolizează stabilitatea euro.

Începând cu 1 ianuarie 2002, euro a înlocuit monedele naționale ale țărilor membre ale UEM. *Tranziția de la monedele naționale la euro s-a făcut în trei faze*, prevăzute în Tratatul de la Maastricht și detaliate la summit-ul de la Madrid din 1995:

- *faza pregătitoare* – desemnarea țărilor participante și începerea funcționării BCE;
- *faza tranzitorie* – a început la 1 ianuarie 1999 și a durat trei ani; în această fază, euro a circulat (sub formă de monedă scripturală) paralel cu monedele naționale și s-a făcut trecerea de la politicile monetare naționale la politica monetară comunitară stabilită de SEBC;
- *faza de schimb* – a început de la 1 ianuarie 2002, odată cu apariția bancnotelor și monedelor de euro și a avut o durată de câteva săptămâni, la sfârșitul acestei faze monedele naționale fiind retrase din circulație.

La 2 mai 1998 s-au stabilit ratele bilaterale de conversie dintre monedele țărilor acceptate în UEM. La acea dată nu se puteau anunța ratele de conversie a monedelor naționale în euro, deoarece s-a hotărât că euro va avea aceeași valoare ca și ECU, înlocuindu-l astfel pe acesta din urmă. Din acest motiv, având în vedere că coșul ECU include și monedele neparticipante la euro, aceste rate nu se puteau stabili înainte de 31 decembrie 1998.

Pentru determinarea ratelor de conversie a monedelor naționale în euro s-au folosit ratele bilaterale de conversie, urmând trei etape:

- stabilirea cursului de schimb dintre monedele europene și dolarul american – în data de 31 decembrie 1998, la ora 11:30 a.m. (CET);
- calcularea cursului de schimb dintre ECU și dolarul american (exprimat ca 1 ECU = x USD), curs obținut din însumarea echivalentului în dolari al cantităților de monedă națională care alcătuiesc ECU;
- calcularea ratelor oficiale de conversie a monedelor naționale ale țărilor admise în zona euro, exprimate cu șase zecimale exacte;

Ratele de conversie au fost stabilite la 31 decembrie 1998. În tabelul nr.1 sunt prezentate atât paritățile fixe stabilite între monedele naționale ale țărilor membre ale UEM și euro, cât și termenele de preschimbare ale acestora (inclusiv pentru Grecia, chiar dacă participarea acesteia la euro a fost decisă mai târziu).

**Tabelul nr. 1 – Ratele de conversie și termenele de preschimbare ale
monedelor naționale**

Moneda	Rata de conversie (1 euro =)	Termenul limită de preschimbare (la băncile din zona EURO)		Încetarea puterii circulatorii
		bănci comerciale	bănci centrale	
<i>Marca germană</i>	1,95583 DEM	cel puțin până la 28.02.2002	Bancnote: nelimitat Monede: nelimitat	31.12.2001*
<i>Șilingul austriac</i>	13,7603 ATS	la latitudinea fiecărei bănci	Bancnote: nelimitat Monede: nelimitat	28.02.2002
<i>Francul belgian</i>	40,3399 BEF	31.12.2002	Bancnote: nelimitat Monede: 31.12.2004	28.02.2002
<i>Peseta spaniolă</i>	166,386 ESP	30.06.2002	Bancnote: nelimitat Monede: nelimitat	28.02.2002
<i>Marca finlandeză</i>	5,94573 FIM	la latitudinea fiecărei bănci	Bancnote: 10 ani Monede: 10 ani	28.02.2002
<i>Francul francez</i>	6,55957 FRF	30.06.2002	Bancnote: 10 ani Monede: 3 ani	17.02.2002
<i>Drahma grecească</i>	340,750 GRD	la latitudinea fiecărei bănci	Bancnote: 10 ani Monede: 2 ani	28.02.2002
<i>Lira irlandeză</i>	0,787564 IEP	la latitudinea fiecărei bănci	Bancnote: nelimitat Monede: nelimitat	09.02.2002
<i>Lira italiană</i>	1 936,27 ITL	în curs de stabilire	Bancnote: 10 ani Monede: 10 ani	28.02.2002
<i>Franc luxemburghez</i>	40,3399 LUF	30.06.2002	Bancnote: nelimitat Monede: 31.12.2004	28.02.2002
<i>Gulden olandez</i>	2,20371 NLG	31.12.2002	Bancnote: 01.01.2032 Monede: 01.01.2007	27.01.2002
<i>Escudo portughez</i>	200,482 PTE	30.06.2002	Bancnote: 20 de ani Monede: 31.12.2002	28.02.2002

(*Conform declarației comune a asociațiilor profesionale din 22 Octombrie 1998, comercianții germani au acceptat mărcile germane până la 28.02.2002.)

Sursa: BNR

De la 1 ianuarie 1999, euro există sub formă de monedă scripturală. Începând cu 1 ianuarie 2002, euro circulă și sub formă de *numerar*.

Au fost puse în circulație *șapte tipuri de bancnote*, având dimensiuni și culori diferite și valori de 500, 200, 100, 50, 20, 10 și respectiv 5 euro. O față a bancnotelor evocă spiritul de cooperare existent în UE. Cealaltă față este caracteristică unei anumite epoci, evocând comunicarea popoarelor europene cu celelalte popoare. Pe orice bancnotă apar următoarele elemente:

- drapelul UE;

- sigla BCE, în toate limbile țărilor membre UE;
- semnătura președintelui BCE;
- cele 12 stele europene¹⁴;
- uși sau ferestre, simbolizând spiritul de deschidere și cooperare al UE;
- valoarea bancnotei urmată de denumirea sa (euro) scrisă în cele 2 alfabetice utilizate de țările membre UE: latin și grec;
- seria și numărul bancnotei;
- harta Europei, văzută din satelit;
- poduri simbolizând legăturile dintre țările membre ale UE, dintre UE și restul lumii.

Fiecare bancnotă prezintă elemente specifice unui anumit stil arhitectural: clasic (5 euro), roman (10 euro), gotic (20 euro), renașcentist (50 euro), baroc și rococo (100 euro), stilul arhitectural din secolul XIX (200 euro) și stilul arhitectural modern, caracteristic secolului XX (500 euro).

Există și *opt tipuri monede*, în valoare de 1 și 2 euro, precum și de 50, 20, 10, 5, 2 cenți și respectiv 1 cent. Toate monedele au o față comună, cu simboluri europene: harta Europei, desenată pe un fond de linii transversale de care sunt prinse stelele drapelului comunitar. Cealaltă față este “decorată” de fiecare stat în parte¹⁵. În pofida acestor fețe naționale diferite, monedele euro pot fi utilizate având aceeași valoare în orice țară membră a UEM.

Lansarea euro sub formă de numerar a fost pregătită cu multă grijă, și a beneficiat de o amplă campanie de promovare. Deși numerarul reprezintă doar 6 – 7% din masa monetară a țărilor din zona euro, autoritățile au fost conștiente de faptul că „ponderea bancnotelor și monedelor metalice în capul oamenilor este mult mai mare decât ponderea acestora în masa monetară” (Boissieu, 2001)¹⁶. Chiar dacă la 1 ianuarie 2002 euro împlinea deja trei de existență ca monedă națională a 12 țări europene, el rămăsese până atunci un element virtual, intangibil până la această dată.

¹⁴ Numărul 12 este simbolul perfecțiunii, al plenitudinii, și nu are legătură cu numărul statelor membre ale UE sau ale zonei euro.

¹⁵ Toate țările din zona euro au fețe proprii, inclusiv Monaco, San Marino și Vaticanul.

¹⁶ Discurs prezentat în deschiderea conferinței *Du franc à l'euro: changements et continuité de la monnaie*, Poitiers, 2001

De la lansare până în prezent, euro a cunoscut o evoluție pozitivă ca monedă de împrumut, dar mai puțin ca monedă de plasament; a crescut utilizarea sa ca ancoră, dar mai puțin ca monedă de rezervă. Dezvoltarea utilizării euro pe diferite piețe cunoaște ritmuri foarte diferite. După trei ani de existență a euro, pe piața de capital 44% din tranzacții erau libelate în dolari americani și 40% în euro, în timp ce la nivel de monedă de rezervă, 65% din rezervele valutare erau păstrate în dolari și doar 12% în euro.¹⁷

1.2.3. Sistemul European de Bănci Centrale

Deoarece SME nu a reușit să conducă în mod spontan la unificarea monetară, a fost necesară crearea unei instituții care să elaboreze și să implementeze o politică monetară unică. Conform prevederilor din Tratatul de la Maastricht, a fost creată Banca Centrală Europeană, care împreună cu băncile centrale naționale din statele membre UE alcătuiesc *Sistemul European de Bănci Centrale*.

Tratatul de la Maastricht (mai exact Protocolul Nr. 18 asupra Statutului Sistemului European de Bănci Centrale și asupra Băncii Centrale Europene) constituie fundamentul juridic pentru funcționarea BCE și a SEBC.

Organele de conducere ale BCE sunt practic organele de conducere ale SEBC: consiliul de administrație, consiliul guvernatorilor, și consiliul general.

Consiliul de administrație este format din președintele BCE, vice-președintele BCE și alți patru membri, numiți de comun acord de către șefii de stat sau de guvern din statele membre UEM. Principala sarcină a consiliului de administrație este implementarea politicii monetare elaborată de către consiliul guvernatorilor; el este responsabil de gestiunea curentă a BCE și de pregătirea reuniunilor consiliului guvernatorilor. Membrii Consiliului de administrație au un mandat de opt ani, care nu poate fi reînnoit (mandatul membrilor numiți în 1998, care și-au început activitatea la 1 ianuarie 1999 a fost de 5, 6, 7 și respectiv 8 ani, pentru a asigura continuitate activității BCE; primul mandat al președintelui BCE a fost de 8 ani¹⁸, iar cel al vice-președintelui de 4 ani).

Consiliul guvernatorilor este organul suprem de decizie al BCE. Este format din cei șase membri ai consiliului de administrație și cei doisprezece guvernatori ai băncilor centrale din zona euro. Este prezidat, la fel ca și consiliul de administrație, de către

¹⁷ Datele se referă la sfârșitul anului 2001.

¹⁸ Opt ani a fost perioada stabilită inițial; la 1 noiembrie 2003 însă (la nici 5 ani de la lansarea euro) W. Duisenberg a fost înlocuit din funcția de președinte al BCE de către J.C. Trichet.

președintele BCE. Principala misiune a consiliului guvernatorilor este elaborarea politicii monetare a zonei euro. Una dintre sarcinile sale este stabilirea ratei dobânzii la care băncile comerciale pot obține monedă primară de la banca centrală – ceea ce influențează ratele dobânzii practicate de băncile comerciale din zona euro. Conform statutului BCE, Consiliul guvernatorilor se reunește de cel puțin zece ori pe an.

Consiliul general este format din președintele BCE, vice-președintele BCE, și din guvernatorii băncilor centrale naționale din statele membre ale UE. Consiliul general are funcții consultative și de coordonare a activității BCE, precum și în ceea ce privește pregătirile în vederea extinderii zonei euro.

Serviciile BCE sunt regrupate în direcții generale, direcții și divizii, unități plasate sub autoritatea unui membru din consiliul de administrație.

În ceea ce privește băncile centrale naționale, legislația națională a statelor membre trebuie să asigure independența băncii centrale; mandatul guvernatorului băncii centrale nu poate fi mai mic de 5 ani, iar guvernatorul poate fi înlocuit doar dacă nu mai îndeplinește condițiile pentru a ocupa această funcție sau dacă a comis greșeli grave.

Din statele membre ale UE, doar 12 sunt membre ale UEM. BCE, împreună cu băncile centrale naționale din aceste 12 țări, constituie o nouă entitate, numită *Eurosistem* – denumire aleasă de consiliul guvernatorilor pentru a desemna acest dispozitiv menit să asigure îndeplinirea obiectivelor SEBC în cadrul zonei euro. Atât timp cât există state membre UE care nu au adoptat încă moneda unică, trebuie făcută distincția între SEBC și Eurosistem, deoarece băncile centrale naționale din statele care nu au adoptat euro nu participă la procesul de luare a deciziilor referitoare la politica monetară unică, ele având o politică monetară proprie.

Principalele atribuții ale Eurosistemului sunt:

- elaborarea și implementarea politicii monetare unice în zona euro,
- coordonarea operațiunilor valutare,
- gestionarea rezervelor valutare oficiale ale celor țărilor membre UEM,
- emisiunea de monezi și bancnote în euro,
- promovarea bunei funcționări a sistemelor de plată.

În plus, Eurosistemul colectează informații statistice, urmărește evoluția sectoarelor bancar și financiar, favorizează schimbul de informații între SEBC și autoritățile de control bancar, având și funcții consultative. Eficacitatea și stabilitatea sectorului bancar sunt deosebit de importante pentru Eurosistem. Acesta urmărește cu atenție evoluția sectorului bancar, conform prevederilor Tratatului de la Maastricht. Supravegherea bancară este însă de competența autorităților naționale.

Independența este considerată esențială pentru a asigura eficacitatea operațiunilor unei bănci centrale¹⁹, iar statutul BCE prevede în mod expres că nici BCE, nici vreo bancă centrală națională din Eurosistem, nici vreun membru dintr-un organ de decizie al Eurosistemului nu poate solicita, nici accepta instrucțiuni de la nici o altă instituție. Instituțiile și organele comunitare sunt obligate să respecte acest principiu și să nu încerce în nici un fel să influențeze deciziile Eurosistemului. În plus, Eurosistemul nu poate acorda credite instituțiilor comunitare, nici organismelor guvernamentale naționale. Membrii organelor de decizie ale BCE au un mandat pe termen relativ lung (mai mult decât ciclul electoral, în orice caz) și nu pot fi demși din funcție decât în cazul unor greșeli grave sau dacă nu mai îndeplinesc condițiile necesare pentru a-și exercita funcția. BCE are propriul său buget, distinct de cel al Comunității Europene, existând astfel o demarcație clară între gestiunea BCE și interesele financiare comunitare. Capitalul BCE nu provine de la UE, ci a fost scris și vărsat de băncile centrale naționale (în funcție de ponderea PIB-ului și a populației fiecărui stat membru în PIB-ul și populația comunitară).

Pentru a câștiga încrederea publicului și pentru a-și păstra credibilitatea, este foarte important pentru o bancă centrală să asigure transparența operațiunilor desfășurate. BCE are obligația de a prezenta rapoarte (o situație financiară săptămânală, buletine lunare, rapoarte de activitate trimestriale, rapoarte anuale) privind activitățile sale și politica monetară comunitară.

Până în prezent, la nivelul UE nu există un guvern politic operațional, iar SEBC este primul organism european supranațional cu competențe decizionale reale – conceperea și aplicarea politicii monetare comunitare în scopul asigurării stabilității prețurilor. Recent (septembrie 2004) a fost desemnat un președinte al Eurogrupului pentru un mandat de 2 ani (J.C. Junker), ceea ce conferă zonei euro o mai bună vizibilitate pe scena internațională, evidențiind mai puternic identitatea proprie a zonei euro în cadrul UE și sugerând o mai strânsă colaborare între țările care au adoptat moneda unică.

¹⁹ În prezent, în majoritatea țărilor dezvoltate, băncile centrale se bucură de o putere deosebită și de un grad ridicat de independență față de puterea politică și față de celelalte instituții ale statului. Germania a fost încă de la început unul dintre cei mai mari susținători ai ideii de a acorda BCE, în cadrul UE, aceeași putere și același grad de independență față de instituțiile comunitare, iar aceasta idee a fost acceptată de statele europene (chiar dacă pentru unele dintre ele aceasta reprezenta o importantă concesie). Există însă și unele aspecte care ar putea fi privite ca limitări ale independenței BCE (de exemplu, dreptul unor persoane membre ale altor instituții comunitare de a asista – fără drept de vot – la ședințele Consiliului Guvernatorilor, dreptul Consiliului de Miniștri de a formula orientările generale referitoare la politica valutară, obligația BCE de a prezenta rapoarte anuale asupra activității sale). Deși nu se bucură de aceeași autonomie ca și Bundesbank, statutul actual al BCE îi conferă acesteia un grad ridicat de independență.

1.2.4. Politica monetară unică

Principalul obiectiv al Eurosistemului este menținerea stabilității prețurilor în zona euro, prezervând astfel puterea de cumpărare a monedei unice²⁰. Fără a prejudicia acest obiectiv, Eurosistemul sprijină politicile economice generale ale UE și acționează conform principiilor economiei de piață, a concurenței libere, favorizând alocarea eficientă a resurselor.

Pentru a permite evaluarea succesului politicii monetare unice, BCE a definit foarte exact obiectivul său principal, referitor la stabilitatea prețurilor: menținerea variației indicelui prețurilor de consum în limita a 2%²¹.

Consiliul guvernatorilor a ales o strategie de politică monetară care are la bază doi piloni: „analiza monetară” și „analiza economică”. Astfel, cea mai mare importanță este acordată monedei – s-a stabilit o valoare de referință pentru rata de creștere a masei monetare în sens larg²² (a agregatului monetar M3, care cuprinde numerarul în circulație, depozitele și titlurile pe termen scurt emise de instituțiile financiare și de credit), considerându-se că inflația este consecința excesului de monedă în raport cu oferta de bunuri și servicii. Însă evaluarea politicii monetare se bazează pe o gamă largă de indicatori economici, care pot furniza informații despre evoluția viitoare a prețurilor (salarii, curs valutar, ratele dobânzii pe termen lung, indicatori privind politica bugetară, indici de prețuri și de costuri, studii privind activitatea economică și deciziile întreprinderilor și consumatorilor).

²⁰ Cursul valutar nu este un obiectiv al politicii monetare unice, considerându-se că menținerea stabilității prețurilor asigură atât prezervarea puterii de cumpărare a monedei unice pe plan intern, cât și a valorii externe a euro.

²¹ În primul semestru al anului 2003 Consiliul guvernatorilor a decis evaluarea strategiei de politică monetară a Eurosistemului; cu ocazia acestei evaluări Consiliul guvernatorilor a precizat că obiectivul politicii monetare unice este de a menține rata inflației (măsurată prin variația indicelui armonizat al prețurilor de consum) sub 2%, dar la niveluri apropiate de 2%. În 2003, rata inflației în zona euro a fost de 2,1%; în ianuarie 2004 rata anuală a inflației a fost de 1,9%.

²² 4,5%; începând cu 2001, rata anuală de creștere a M3 a depășit cu mult valoarea de referință, ajungând la 8,5% în al doilea trimestru al anului 2003 (8% la nivelul anului 2003, și respectiv 6,4% în ianuarie 2004, evoluție ce indică o tendință de revenire spre niveluri apreciate ca sustenabile pe termen lung). Însă M3 este o țintă „falsă”, fiind foarte sensibil la substituibilitatea dintre activele lichide și alte active financiare – rata inflației înregistrată în zona euro în 2003 a fost de 2,073%, nivel foarte apropiat de limita de 2% considerată compatibilă cu stabilitatea prețurilor.

Punerea în aplicare a politicii monetare unice se face într-o manieră descentralizată, în sensul că deciziile sunt luate de BCE, dar majoritatea operațiunilor sunt efectuate de băncile centrale naționale.

Se consideră că Eurosistemul dispune de toate instrumentele și puterile necesare pentru a aplica o politică monetară eficace.

Instrumentele utilizate de Eurosistem pentru implementarea politicii monetare unice se împart în operațiuni de open market, facilități permanente și rezerve minime obligatorii.

Operațiunile de open market au un rol important în reglarea ratelor dobânzii și în gestionarea lichidității pe piață, fiind în același timp buni indicatori ai orientării politicii monetare. Se împart în cinci categorii, cele mai importante fiind operațiunile de cesiune temporară (sub formă de luare în pensiune sau împrumuturi garantate). Eurosistemul poate recurge și la operațiuni ferme (emisiuni de certificate de datorie, operațiuni de schimb valutar). Inițiativa operațiunilor de open market aparține BCE, care alege instrumentul cel mai potrivit, precum și modalitatea de efectuare a operațiunii (apel de ofertă normală, rapidă sau procedură bilaterală).

În funcție de frecvența lor și de procedurile utilizate, operațiunile de open market efectuate de Eurosistem se împart în patru categorii:

- *operațiunile principale de refinanțare* – sunt operațiuni de cesiune temporară, destinate să ofere sistemului bancar lichiditatea necesară și să semnaleze orientarea generală a politicii monetare; aceste operațiuni se efectuează cu regularitate, au o frecvență săptămânală și o durată de două săptămâni, constituind principalul canal de refinanțare a sectorului financiar; procedura utilizată este apelul de ofertă normală, existând un calendar prestabilit;
- *operațiunile de refinanțare pe termen mai lung* – sunt tot operațiuni de cesiune temporară, utilizate pentru furnizarea sau retragerea de lichidități, dar au o frecvență lunară și o durată de trei luni; procedura utilizată este apelul de ofertă normală, existând un calendar prestabilit; în principiu, Eurosistemul nu intenționează să emită semnale de intenție pe piață prin aceste operațiuni, ele fiind mai degrabă o reacție la semnalele și cererile primite;
- *operațiunile de reglaj fin* – utilizate într-o manieră ad-hoc pentru gestionarea lichidității pe piață, sunt destinate, de obicei, atenuării impactului fluctuațiilor neprevăzute ale lichidității asupra ratei dobânzii; în general iau forma cesiunii temporare, dar pot fi și operațiuni ferme, operațiuni de schimb valutar sau retrageri de lichidități în alb; procedura aplicată diferă în funcție de tipul operațiunii și de

obiectivul specific vizat (cel mai adesea apel de ofertă rapidă și proceduri bilaterale); în anumite circumstanțe, Consiliul guvernatorilor poate decide efectuarea acestor operațiuni de către însăși BCE;

- *operațiuni structurale* – constau în emiterea de certificate de datorie, operațiuni de cesiune temporară sau operațiuni ferme; sunt utilizate atunci când BCE dorește modificarea poziției structurale a Eurosistemului față de sectorul financiar (pot avea o anumită regularitate, dar nu este necesar); sunt operațiuni realizate de băncile centrale naționale, pe calea apelului de ofertă normală, cu excepția operațiunilor ferme, pentru care se utilizează proceduri bilaterale.

Facilitățile permanente sunt utilizate pentru a furniza sau pentru a retrage lichidități pentru 24 de ore – ratele dobânzii practicate pentru aceste facilități constituie limitele între care evoluează rata dobânzii pe piață pentru credite overnight (de 24 de ore), indicând orientarea generală a politicii monetare. Există 2 facilități permanente, oferite descentralizat, de către băncile centrale naționale: *facilitatea de împrumut marginal*, prin care băncile comerciale pot obține lichidități contra unor active (titluri) eligibile (rata dobânzii pentru această facilitate constituie practic limita maximă a ratei dobânzii pe piață) și *facilitatea de depozit*, prin care băncile comerciale își pot constitui depozite la băncile centrale naționale (rata dobânzii pentru această facilitate constituie limita minimă a ratei dobânzii pe piață).

Rezervele minime obligatorii au rolul de a stabili cererea de monedă primară, permițând stabilizarea ratei dobânzii pe piața monetară și facilitând controlul creșterii masei monetare. Rezervele obligatorii se stabilesc pe baza mediei depozitelor unei bănci și sunt remunerate cu o rată a dobânzii ce corespunde unei ratei medii a dobânzii practicate de Eurosistem pentru principalele operațiuni de refinanțare în perioada respectivă;

Sistemul TARGET (acronim pentru „transferuri exprese automatizate transeuropene de reglare brută în timp real”) este pivotul pieței monetare unice, permițând efectuarea de transferuri interbancare foarte rapide în cadrul UE (de ordinul minutelor, sau chiar al secundelor). TARGET facilitează dezvoltarea pieței monetare unice, fiind un mecanism sigur și fiabil. În 2003 s-a decis crearea TARGET 2 începând cu 2007, o versiune mai eficientă și mai performantă a sistemului TARGET. Deja instituțiile bancare se pregătesc pentru trecerea la TARGET 2.

1.2.5. Consecințele unificării monetare europene

Constituirea UEM reprezintă un eveniment fără precedent, „un experiment gigantic, fără precedent în istoria monetară” (Jonung, 2002). Ea reprezintă cel mai important pas în evoluția sistemului monetar internațional după generalizarea cursurilor valutare flexibile la începutul anilor ‘70 (Bergsten, 1997)²³.

Pe termen lung, UEM aduce țărilor membre beneficii, însă implică și costuri²⁴.

Bourguinat (1999) arată că apariția euro a condus la importante modificări în plan financiar pentru țările din zona euro: integrarea piețelor financiare (unificarea piețelor obligatare), creșterea gradului de concentrare (urmare a numeroase fuziuni și achiziții), reducerea volatilității ratelor dobânzii, modificarea semnificației marjelor bancare (dacă înainte marjele bancare reflectau în principal diferențialul ratei inflației și riscul valutar, după apariția euro ele reflectă în principal riscul de credit), apariția unor noi emitenți (societăți nefinanciare) care s-au impus în fața emitenților tradiționali (statele și băncile).

La cinci ani de la constituirea UEM, se poate constata că țările din zona euro au beneficiat, de la lansarea euro, de o perioadă caracterizată de rate ale inflației și rate ale dobânzilor pe termen lung foarte scăzute – pentru unele fiind cele mai scăzute rate ale dobânzilor înregistrate în ultimele decenii.

Toate țările membre UE vor intra în zona euro după îndeplinirea criteriilor de convergență. În prezent, în cadrul UE există două categorii de membri²⁵: membri cu drepturi depline (cei din interiorul zonei euro), și membri cu derogare (cei din exteriorul zonei euro). S-a decis ca relațiile dintre aceste două categorii de membri să se desfășoare în cadrul unei mecanism similar cu SME. La Consiliul European de la Florența, în iunie 1996, s-au decis principalele elemente ale acestui mecanism – numit *Sistemul Monetar European II (SME II)*.

SME II este foarte asemănător cu SME, principalele sale caracteristici fiind:

- participarea la SME II este voluntară (fiecare stat membru UE va decide în mod independent momentul aderării la SME II; pe termen lung însă participarea la SME

²³ În Masson, Hrueger și Turtelboom (1997), p.17

²⁴ Beneficiile și costurile unei uniuni monetare au fost studiate pe larg de teoria zonelor monetare optime, și vor fi prezentate în mod detaliat în prima secțiune a capitolului III al acestei lucrări.

²⁵ În contextul extinderii UE spre Est, această situație se va menține și în viitor: toate statele care solicită aderarea la UE vor trebui să se pregătească și pentru aderarea ulterioară la UEM.

II este inevitabilă deoarece s-a stabilit că orice stat membru al UE va adopta mai devreme sau mai târziu euro);

- euro este utilizat ca ancoră pentru stabilirea cursurilor pivot, banda de fluctuație prevăzută fiind de $\pm 15\%$;
- este permisă restrângerea benzii de fluctuație a unei monede naționale față de euro;
- există un angajament al BCE de a interveni pe piețele valutare internaționale pentru a susține monedele participante la SME II, atât timp cât o astfel de intervenție nu intră în conflict cu principalul său obiectiv (respectiv stabilitatea prețurilor);
- modificarea cursurilor valutare centrale trebuie făcută în așa fel încât să se evite tensiunile – orice parte implicată poate iniția o procedură de realiniere a cursurilor valutare centrale (inclusiv BCE).

Există și câteva diferențe între SME și SME II. Astfel, SME II este un sistem mai flexibil, care permite modificarea mai rapidă a cursurilor valutare centrale, obligațiile de intervenție ale BCE sunt mai reduse decât obligațiile similare ale Bundesbank în cadrul SME: intervențiile pentru apărarea cursului de schimb pot fi oprite în cazul în care prin acestea este pusă în pericol stabilitatea prețurilor. SME II a fost conceput ca un acord temporar, care să asigure o tranziție lină spre moneda unică.

În cadrul SME II există o facilitate de finanțare pe termen foarte scurt (very short-term financing facility – VSTF), disponibilă băncilor centrale naționale pentru intervenții pe piețele valutare. În cazul intervențiilor marginale (efectuate atunci când cursul de schimb ajunge la marginea benzii de fluctuație), VSTF este în principiu automată și nelimitată. În cazul intervențiilor efectuate când cursul de schimb se află în interiorul benzii, VSTF poate fi utilizată, dar fondurile disponibile sunt limitate pentru statele participante (în funcție de PIB) și este necesar acordul BCE.

Unificarea monetară europeană a afectat și sistemului monetar internațional, în ansamblul său. În urma creării UEM, statele membre ale acesteia au rămas în continuare membri independenți ai FMI, deoarece FMI este o instituție formată din state (nu din monede naționale) și nu există nici o prevedere care să impună unui stat membru al FMI să aibă o monedă proprie; înțelegerile dintre membrii Fondului, privind instituirea unor aranjamente monetare între monedele lor (chiar de tipul unei uniuni monetare), nu îi scutește de obligațiile ce le revin ca membrii ai FMI și nici nu îi împiedică în exercitarea drepturilor lor.

Apariția UEM a reprezentat o provocare importantă pentru sistemul monetar internațional. Practic, asocierea tradițională „o țară – o monedă” tinde să fie înlocuită cu asocierea „o piață – o monedă”. Succesul UEM va determina o importantă schimbare de optică privind rolul statului națiune în cadrul sistemului monetar internațional (King, 1997).²⁶

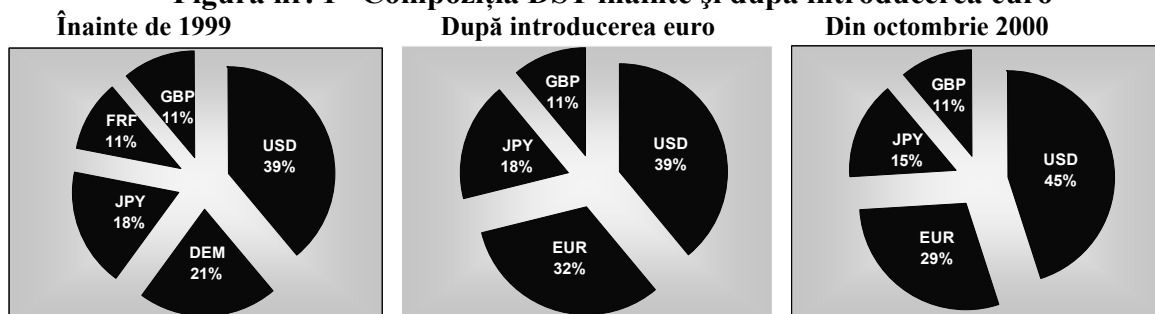
Conform principiilor adoptate în 1980, *DST-ul* avea la bază un coș de valute alcătuit din cinci monede: dolarul american, marca germană, lira sterlină, francul francez și yenul japonez. Dintre aceste monede trei sunt europene, iar două (marca germană și francul francez) au fost înlocuite de euro. Astfel, apariția UEM a impus revizuirea compoziției coșului DST-ului.

Tabelul nr.2 – Compoziția DST înainte și după introducerea euro

Înainte de 1999		După introducerea euro		Din octombrie 2000	
Moneda	Pondere (%)	Moneda	Pondere (%)	Moneda	Pondere (%)
USD	39	USD	39	USD	45
DEM	21	EUR	32	EUR	29
JPY	18	JPY	18	JPY	15
FRF	11	GBP	11	GBP	11
GBP	11				

Sursa: FMI (1999), *Statistiques Financières Internationales*, martie, și www.imf.org

Figura nr. 1– Compoziția DST înainte și după introducerea euro



Sursa: autor, pe baza datelor din FMI (1999), *Statistiques Financières Internationales*, martie, și www.imf.org

Astfel, de la 1 ianuarie 1999, coșul DST-ului s-a modificat. Euro a luat locul mărcii germane și a francului francez, ponderea sa fiind ponderea cumulată a celor două monede. În octombrie 2000, FMI a revizuit din nou compoziția DST și a modificat metoda de selecție a monedelor care alcătuiesc coșul DST și a ponderii lor în acest coș. În prezent, monedele care alcătuiesc DST sunt alese în funcție de valoarea exporturilor realizate de membrii FMI sau de uniunile monetare din care aceștia fac parte și de gradul de utilizare a

²⁶ În Masson, Hruieger și Turtelboom (1997), p. 237

monedei în tranzacțiile internaționale, pe principalele piețe valutare și ca monedă de rezervă. Au fost alese patru monede: dolarul american, euro, yenul japonez și lira sterlină. Deoarece exporturile intracomunitare nu au fost luate în considerare, era normal ca ponderea euro să se diminueze. Ponderea asimilată fiecărei monede este prezentată în tabelul nr.2 și în figura nr.1. Acestea vor rămâne nemodificate până în 2005.

Unii autori consideră că apariția euro a produs transformări importante ale sistemului monetar internațional actual, oferindu-i mai multă stabilitate – de exemplu Bergsten²⁷ (1997); autorul consideră că pentru a dobândi statutul de monedă internațională, o monedă trebuie să fie susținută de un PIB important, o pondere însemnată a statului (zonei) pe care o reprezintă în fluxurile comerciale internațional, un grad ridicat de deschidere comercială, liberalizarea fluxurilor comerciale și a mișcărilor de capital, existența unor piețe de capital important, forța și stabilitatea economiei, poziția economică externă. Din aceste puncte de vedere, situația UE și a SUA fiind similară, este de așteptat ca în viitor principalele monede internaționale să fie dolarul american și euro.²⁸

²⁷ În Masson, Hrueger și Turtelboom (1997), p. 17

²⁸ Este puțin probabil să se ajungă la un sistem monetar internațional bazat pe trei monede (dolar, euro și yen). Yenul japonez este puțin folosit în tranzacțiile comerciale internaționale, chiar și de către Japonia (care având ca principal partener comercial SUA, utilizează preponderent dolarul american). În plus, reconstrucția Japoniei după cel de-al doilea război mondial a fost posibilă datorită ajutorului financiar și oportunităților comerciale oferite de SUA, ceea ce explică ușurința cu care japonezii acceptă dolarul american în tranzacțiile lor, fără a încerca să-și impună propria monedă. Piețele de capital din Japonia sunt mai slab dezvoltate decât cele din SUA sau din UEM, existând diverse limitări funcționale și instituționale, o infrastructură slabă și o reglementare mult mai strictă. În plan regional, țările din Asia de Sud-Est au tot interesul să-și stabilizeze monedele naționale față de dolarul american și nu față de yenul japonez (conform Masahiro Kawai, în Masson., Hrueger și Turtelboom, 1997: p. 83-85).

II. ADERAREA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA UNIUNEA EUROPEANĂ

2.1. CRITERIILE DE LA COPENHAGA

Aderarea statelor candidate la UE, participarea lor la SME II și intrarea în zona euro depind de îndeplinirea unor criterii obiective și uniforme, asigurându-se un tratament nediscriminatoriu al statelor candidate.

Principalele principii care stau la baza funcționării UE și pe care orice stat candidat la aderare trebuie să le respecte, sunt:

- principiul statului de drept și al respectării legii – care implică stabilirea unui sistem legislativ uniform (nediscriminatoriu) și asigurarea protecției drepturilor derivând din reglementările comunitare;
- principiul respectării drepturilor și libertăților fundamentale ale omului;
- principiul statului-social;
- principiul pluralismului cultural;
- principiul subsidiarității.

Țările ECE aflate în curs de aderare la UE au acceptat fără rețineri aceste principii. În ceea ce le privește, autoritățile române au declarat că înțeleg aceste principii și le asumă în totalitate, deoarece dobândirea statutului de membru al UE, într-un orizont de timp cât mai apropiat, constituie o prioritate absolută a politicii externe românești.

La reuniunea Consiliului European de la Copenhaga, din iunie 1993, reprezentanții acestuia au afirmat că “*țările asociate din Centrul și Estul Europei care doresc vor putea deveni membri cu drepturi depline ai Uniunii Europene din momentul în care țara asociată*

va fi în măsură să-și asume obligațiile ce decurg din această calitate”. Tot aici au fost stabilite criteriile pe care țările asociate trebuie să le îndeplinească pentru a putea fi acceptate ca membre UE – criterii care au rămas cunoscute sub denumirea de *criteriile de la Copenhaga*. Acestea se referă la următoarele aspecte:

- stabilitatea instituțiilor care garantează democrația, autoritatea legii, respectarea drepturilor omului, respectarea și protecția minorităților (*criterii politice*);
- existența unei economii de piață funcționale și capacitatea economiei naționale de a face față presiunilor concurențiale și forțelor pieței din UE (*criterii economice*);
- capacitatea statului de a-și asuma obligațiile rezultate din calitatea de membru, inclusiv aderarea la obiectivul de a înfăptui o uniune economică, monetară și politică (*criteriile acquis-ului comunitar*).

2.1.1. Criteriile politice

La reuniunea Consiliului European de la Copenhaga, din 1993, criteriile politice au fost formulate astfel „*stabilitatea instituțiilor care garantează democrația, autoritatea legii, respectarea drepturilor omului, respectarea și protecția minorităților*”. Odată cu intrarea în vigoare a Tratatului de la Amsterdam, în 1999, aceste cerințe au devenit principii constituționale ale UE. Ele au fost incluse în „Carta drepturilor fundamentale în Uniunea Europeană”, adoptată la reuniunea Consiliului European de la Nisa (decembrie 2000).

Practic, prin prisma criteriilor politice, se evaluează stabilitatea instituțiilor care garantează democrația, statul de drept, respectarea drepturilor omului și protejarea minorităților, dar și aspecte legate de modernizarea administrației publice, întărirea sistemului judiciar, lupta împotriva corupției, condițiile asigurate copiilor instituționalizați, combaterea traficului cu ființe umane (femei și copii), egalitatea în drepturi a cetățenilor (fără discriminări în funcție de sex, naționalitate, religie sau alte aspecte), programele de integrare a romilor în societate etc.

În rapoartele de țară realizate anual de Comisia Europeană, se analizează în mod detaliat modul de funcționare a principalelor instituții (parlament, guvern, administrații locale, instituții judiciare), precum și modul în care drepturile și libertățile garantate de lege pot fi exercitate în practică. Referitor la drepturile omului se examinează modul în care țările candidate respectă și implementează prevederile incluse în principalele convenții existente în domeniu (în special „Convenția europeană pentru protecția drepturilor omului

și a libertăților fundamentale”). Referitor la drepturile minorităților, se evaluează în special implementarea principiilor prevăzute în „Convenția cadru pentru protecția minorităților naționale”, adoptată de Consiliul Europei. Măsurile luate de țările candidate pentru a lupta împotriva corupției și eficacitatea acestora sunt elemente importante ale evaluării gradului de îndeplinire a criteriilor politice.

2.1.2. Criteriile economice

Criteriile economice de la Copenhaga vizează existența unei economii de piață funcționale și capacitatea țărilor candidate de a rezista presiunilor concurențiale din UE.

Existența unei economii de piață funcționale presupune confruntarea liberă pe piață a cererii cu oferta, liberalizarea totală a prețurilor și a comerțului, un cadru legal și instituțional adecvat, care să asigure respectarea drepturilor de proprietate, un înalt grad de stabilitate macroeconomică (inclusiv stabilitatea adecvată a prețurilor și sustenabilitatea finanțelor publice și a contului curent), existența unui consens larg asupra direcțiilor generale ale politicii economice, un sector financiar-bancar performant, capabil să canalizeze economiile către investiții, absența barierelor la intrarea sau ieșirea de pe piață, finalizarea reformelor structurale în economie, privatizarea și restructurarea întreprinderilor de stat.

Capacitatea de a face față presiunilor concurențiale din UE poate fi asigurată prin existența unei economii de piață reale, a unor condiții macroeconomice stabile, a unui volum suficient de capital fizic și uman (inclusiv infrastructura necesară), asigurarea accesului cât mai extins la finanțare a întreprinderilor, realizarea unui grad înalt de integrare economică și comercială cu statele membre ale UE, creșterea ponderii IMM-urilor în totalul întreprinderilor din economie; este necesară, de asemenea, restructurarea întreprinderilor de stat și realizarea unor investiții importante pentru a permite creșterea eficienței firmelor naționale și a capacității de a obține finanțare pe piețele financiare internaționale; politica comercială, politica de concurență, ajutoarele de stat, măsurile de sprijinire a IMM-urilor și alte elemente de politică economică trebuie să fie orientate în sensul creșterii competitivității economiei naționale.

În fine, se mai analizează evoluția și nivelul altor indicatori, precum PIB, rata inflației, rata șomajului, deficitul bugetar, datoria publică, deficitul balanței comerciale și a balanței de plăți, progresele înregistrate în privatizarea marilor întreprinderi de stat,

ponderea sectorului privat în economie, fluxurile de investiții străine directe, comerțul exterior și alte aspecte.

În mare parte, criteriile economice impuse țărilor ECE pentru aderarea la UE sunt și condiții necesare pentru dezvoltarea acestor economii pe termen lung. În acest fel, procesul de aderare a acestor țări la UE constituie un imbold în sensul accelerării reformelor oricum necesare.

2.1.3. Criteriile acquis-ului comunitar

Criteriile referitoare la acquis-ul comunitar se referă la capacitatea țărilor candidate de asumare a obligațiilor de membru, inclusiv aderarea la obiectivul de a crea o uniune economică, monetară și politică. Practic se urmărește gradul de adoptare și implementare a acquis-ului comunitar de către țările candidate, și contribuția acestora la dezvoltarea acquis-ului. Aceste criterii sunt considerate îndeplinite dacă legislația statului candidat este compatibilă cu cea comunitară (dacă principalele elemente ale acquis-ului comunitar au fost transpuse în legislația națională), și există capacități administrative necesare pentru implementarea lor.

Acquis-ul comunitar, denumit uneori și „patrimoniu comunitar” reprezintă ansamblul de drepturi și obligații comune ale statelor membre UE; practic este format din întreaga legislație comunitară: tratate (Tratatul de la Roma, Actul Unic European, Tratatul de la Maastricht, Tratatul de la Luxemburg etc.) și toate reglementările secundare adoptate în completarea tratatelor.

UE s-a angajat să păstreze acquis-ul în totalitatea sa și să-l dezvolte în continuare. Scutiri și derogări de la cadrul legal al acquis-ului pot fi acordate doar în situații excepționale și sunt limitate ca sferă de aplicabilitate și ca perioadă de aplicare.

În cadrul procesului de extindere a UE, acquis-ul comunitar face obiectul negocierilor de aderare. Practic, cea mai mare parte a acquis-ului nu este negociabilă, deoarece acquis-ul constituie esența construcției comunitare și trebuie preluat ca atare de statul candidat; doar unele aspecte, concrete și dificile, pot fi supuse negocierii.

În perspectiva aderării ulterioare la UEM, principalele elemente ale acquis-ului comunitar care trebuie transpuse și implementate de țările candidate, încă înainte de intrarea în UE, se referă la condiții adecvate pentru implementarea unei politici monetare orientate

spre stabilitatea prețurilor (legislația referitoare la banca centrală), sisteme bancare solide și piețe financiare dezvoltate.

Acquis-ul comunitar este structurat pe *31 de capitole*:

1. *Libera circulație a bunurilor;*
2. *Libera circulație a persoanelor;*
3. *Libera circulație a serviciilor;*
4. *Libera circulație a capitalurilor;*
5. *Dreptul societăților comerciale;*
6. *Politica de concurență;*
7. *Agricultura;*
8. *Pescuitul;*
9. *Politica în domeniul transporturilor;*
10. *Impozitarea;*
11. *Uniunea Economică și Monetară;*
12. *Statistica;*
13. *Politica socială și de ocupare a forței de muncă;*
14. *Energie;*
15. *Politica industrială;*
16. *Întreprinderile mici și mijlocii;*
17. *Știință și cercetare;*
18. *Învățământ și formare profesională;*
19. *Telecomunicații și tehnologia informației;*
20. *Cultură și audio-vizual;*
21. *Politica regională și coordonarea instrumentelor structurale;*
22. *Mediul înconjurător;*
23. *Protecția consumatorului și sănătatea publică;*
24. *Cooperarea în domeniul justiției și afacerilor interne;*
25. *Uniunea vamală;*
26. *Relațiile economice internaționale;*
27. *Politica externă și de securitate comună ;*
28. *Controlul financiar;*
29. *Prevederi financiare și bugetare;*
30. *Participarea la instituțiile Uniunii Europene;*
31. *Altele;*

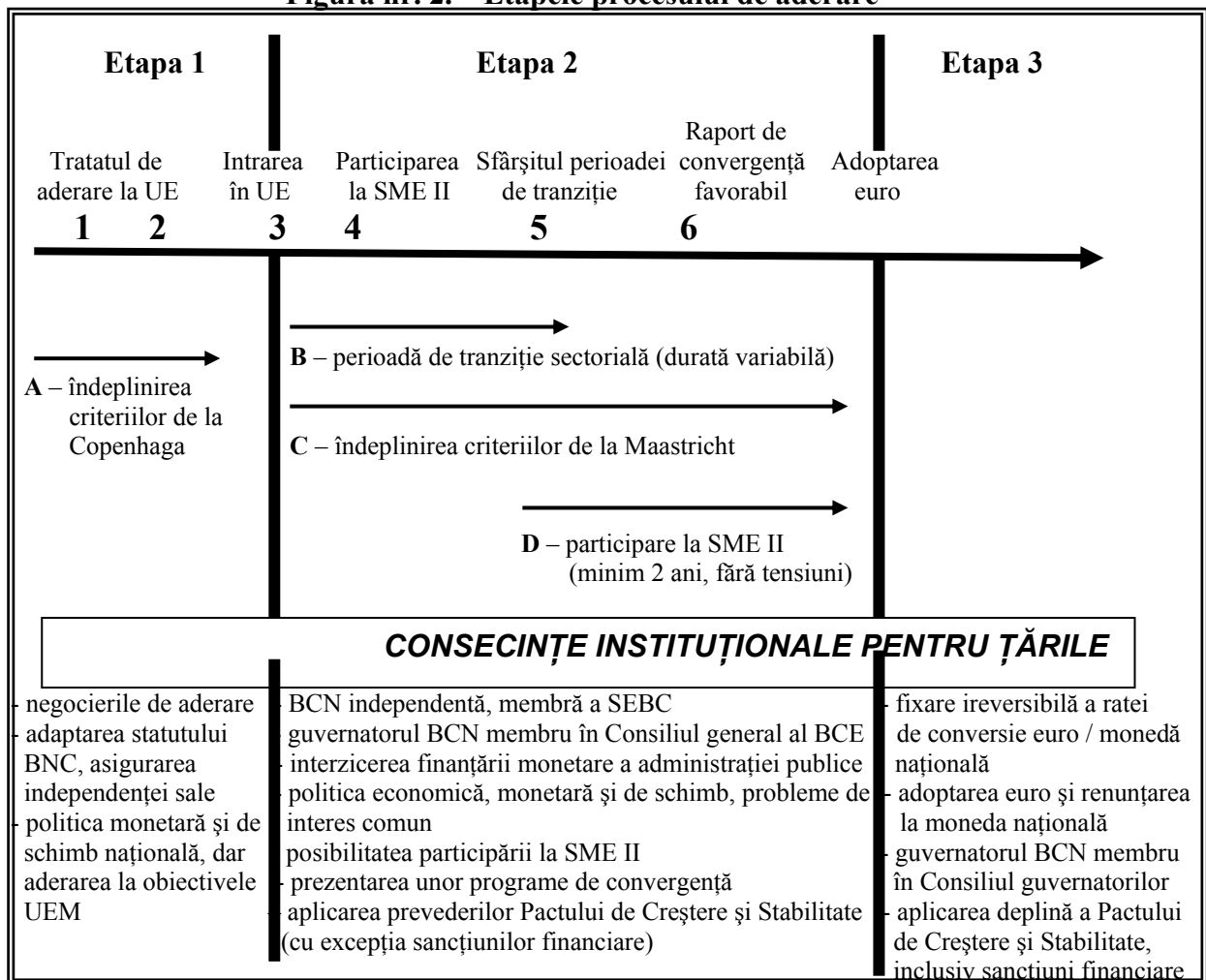
2.2. ETAPELE PROCESULUI DE ADERARE LA UNIUNEA EUROPEANĂ

Procesul de aderare a țărilor candidate la UE este compus din *trei etape*:

- *Etapa 1 (faza de pre-aderare)* – din momentul depunerii cererii de aderare până la intrarea în UE, și obținerea statutului de membru cu derogare;
- *Etapa 2 (faza de aderare – membru cu derogare)* – etapă în care statul se va concentra asupra îndeplinirii criteriilor de la Maastricht (inclusiv participarea la SME II), pentru a putea trece la etapa următoare;
- *Etapa 3 (faza finală – membru cu drepturi depline)* – începe odată cu adoptarea euro și intrarea în UEM.

Schematic, etapele procesului de aderare sunt prezentate în figura nr.2.

Figura nr. 2. – Etapele procesului de aderare



Sursa: Banca Franței (2001), Bulletin de la Banque de France, aprilie

Deși nu este expres prevăzut, primul pas făcut de țările ECE în direcția aderării la UE a fost semnarea unor *Acorduri Europene de Asociere la UE*, obținând astfel statutul de „țări asociate”. La scurt timp după intrarea în vigoare a Acordurilor, țările asociate au înaintat cereri oficiale de aderare la UE. Aceste cereri au fost acceptate, țările ECE au dobândit statutul de țări candidate.

Dintre fostele țări comuniste, zece au depus deja cereri de aderare la UE²⁹, primind statutul de *țări candidate la aderare* (alături de Malta, Cipru și Turcia). Opt dintre acestea au semnat Tratatul de aderare la UE în aprilie 2003, devenind membri cu derogare de la 1 mai 2004 (alături de Malta și Cipru). În februarie 2003 Croația a depus o cerere de aderare la UE, primind statutul de țară candidată în iunie 2004. Astfel, în prezent există patru țări candidate la aderare: Bulgaria, România, Turcia și Croația.

Tabelul nr. 3 – Data semnării Acordurilor de Asociere, data intrării lor în vigoare și data înaintării cererii oficiale de aderare la UE pentru țările candidate

Țara	Data semnării Acordului European de Asociere	Data intrării în vigoare a Acordului European de Asociere	Data înaintării cererii oficiale de aderare la UE
Bulgaria	Martie 1993	Februarie 1995	Decembrie 1995
Estonia	Iunie 1995	-	Noiembrie 1995
Letonia	Iunie 1995	-	Octombrie 1995
Lituania	Iunie 1995	-	Decembrie 1995
Polonia	Decembrie 1991	Februarie 1994	Aprilie 1994
Republica Cehă	Octombrie 1993	Februarie 1995	Ianuarie 1996
România	Februarie 1993	Februarie 1995	Iunie 1995
Slovacia	Octombrie 1993	Februarie 1995	Iunie 1995
Slovenia	Iunie 1996	Februarie 1999	Iunie 1996
Ungaria	Decembrie 1991	Februarie 1994	Martie 1994
<i>Malta</i>	<i>Decembrie 1970</i>	<i>Aprilie 1971</i>	<i>16 Iulie 1990</i>
<i>Cipru</i>	<i>Decembrie 1972</i>	<i>Iunie 1973</i>	<i>3 Iulie 1990</i>
<i>Turcia</i>	<i>Septembrie 1963</i>	<i>Decembrie 1964</i>	<i>14 Aprilie 1987</i>

Sursa: Pagina oficială a Comisiei Europene www.europa.eu.int/comm/enlargement

²⁹ Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Republica Cehă, România, Slovacia, Slovenia și Ungaria.

2.2.1. Etapa de pre-aderare

Etapa de pre-aderare presupune parcurgerea mai multor pași:

- *pregătirea negocierilor de aderare* de către instituțiile UE – Comisia Europeană a dat un aviz fiecărui stat candidat, aviz analizat de Consiliul European; în momentul în care avizul a fost favorabil și acceptat de Consiliu, s-a decis deschiderea negocierilor;
- *desfășurarea negocierilor de aderare*, denumite și *negocieri interguvernamentale* – Consiliul European a decis începerea negocierilor de aderare, desfășurate între statele membre UE și fiecare stat candidat în parte; încheierea cu succes a negocierilor de aderare cu un stat candidat duce la redactarea unui acord de aderare, semnat de toate statele membre UE și de statul candidat respectiv;
- *aprobarea acordului de aderare* de către instituțiile UE – Consiliul de Miniștri (în unanimitate) și Parlamentul European (cu majoritate absolută);
- *ratificarea acordului de aderare* de către toate statele membre UE și de către statul candidat în cauză – în urma ratificării, acordul de aderare intră în vigoare, marcând intrarea a statului candidat în UE, schimbarea statutului acestuia din stat candidat la aderare în stat membru UE.

Obiectul negocierilor de aderare îl constituie cele 31 de capitole ale acquis-ului comunitar. În mod normal, se începe cu capitolele mai ușoare (referitor la care pozițiile părților sunt similare), pentru a permite realizarea unor progrese absolut necesare pentru crearea unui climat de încredere între cele două părți. Capitolele mai dificile sunt lăsate pentru o etapă mai avansată a negocierilor, când părțile au o imagine de ansamblu asupra pozițiilor de negociat.

Odată cu deschiderea unui capitol pentru negociere, statul candidat trebuie să-și exprime poziția de negociere sub forma unui „*document de poziție*”. Acest proces este precedat de o evaluare bilaterală a acquis-ului în domeniul respectiv, pentru a identifica acele domenii în care statul candidat ar avea dificultăți reale în aplicarea acquis-ului comunitar la data aderării. UE răspunde documentului de poziție al statului candidat prin propria-i poziție de negociere, cunoscută drept „*poziție comună*”.

Din partea UE, sunt implicate în procesul de negociere două instituții: Consiliul Uniunii Europene (alcătuit din miniștrii de resort ai statelor membre) și Comisia Europeană (mai exact Direcția Generală pentru Extindere). Practic, negocierile oficiale se desfășoară în cadrul unei „Conferințe de negociere”, la care participă negociatorul țării candidate și

Consiliul UE. După prezentarea pozițiilor de negociere ale celor două părți, dacă se ajunge la un acord, capitolul respectiv se poate închide provizoriu; în caz contrar capitolul respectiv rămâne în discuție până când se găsește o soluție.

Oricare ar fi concesiile cerute de un stat candidat, acestea nu poate fi acceptată decât cu acordul unanim al statelor membre ale UE. Comisia Europeană are sarcina de a identifica, împreună cu statul candidat, acele concesiile care ar putea fi acceptate de către Consiliul UE, și cu Consiliul UE acele concesiile pe care le-ar putea accepta statul candidat. Dacă un stat candidat are dificultăți serioase și demonstrabile în aplicarea acquis-ului comunitar la data aderării într-un anumit domeniu, acesta poate solicita perioade de tranziție și adaptări speciale ale acquis-ului.

Perioadele de tranziție pot fi acceptate de cele două părți pentru a permite adaptarea economiei noului stat membru la cea a UE, pentru a-i acorda răgazul de timp necesar punerii în aplicare a anumitor dispoziții ale acquis-ului și creării instituțiilor necesare aplicării și asigurării respectării acestor dispoziții, sau pentru a permite UE să-și adapteze politicile, pentru a ține cont de prezența noului stat membru. Aceste înțelegeri nu pot funcționa decât pentru o perioadă limitată de timp.

Adaptări speciale ale acquis-ului pot fi aprobate în cazuri foarte precise, când statul candidat reușește să convingă reprezentanții UE că o anumită parte a acquis-ului comunitar nu este suficient de evoluat comparativ cu legislația națională a statului respectiv și deci, că este nevoie de o modernizare a acquis-ului în domeniu (de exemplu prevederile privind protecția mediului, în negocierile desfășurate cu Austria, Finlanda și Suedia), ori că o parte a acquis-ului intră în contradicție cu realități obiective ce țin de identitatea națională a statului candidat (de exemplu acordarea unor drepturi speciale populației sami, în cadrul negocierilor cu Finlanda și Suedia). Dacă sunt acceptate, aceste instrumente determină schimbări ale acquis-ului comunitar, cu toate consecințele juridice ce decurg (modificări ale legislației secundare).

În etapa de pre-aderare, țările candidate pot adopta politicile economice pe care le consideră a fi cele mai potrivite pentru atingerea obiectivelor lor de dezvoltare, de convergență reală și nominală la UE, însă având în vedere îndeplinirea criteriilor de la Copenhaga, necesară pentru a putea trece la etapa următoare.

Deja în această fază, legislația națională trebuie să asigure liberalizarea treptată a mișcărilor de capital, interzicerea oricărei finanțări a sectorului public de către banca centrală, interzicerea accesului privilegiat al sectorului public la serviciile oferite de instituțiile financiare, un statut al băncii centrale compatibil cu prevederile Tratatului de la

Maastricht (asigurarea independenței băncii centrale și desemnarea stabilității prețurilor drept obiectiv principal al acesteia).

Este esențial ca, în momentul intrării în UE, statele candidate să aibă un sistem financiar dezvoltat și stabil; în acest sens, deja în faza de pre-aderare, trebuie implementate directivele UE din domeniul financiar-bancar (referitoare la gradul de adecvare a capitalului, solvabilitate, lichiditate, adoptarea standardelor internaționale de contabilitate, reglementarea prudențială, aplicarea prevederilor Acordului de la Basel etc.).

Chiar dacă în această fază țările CEE trebuie să se concentreze cu precădere asupra aspectelor economice reale (urmărind o rată de creștere economică susținută, care să asigure creșterea nivelului de trai și reducerea decalajelor față de economiile vest-europene), ele nu pot neglija aspectele nominale (de exemplu, dezinflația este un proces care privește mărimi nominale – nivelul prețurilor, rata inflației –, dar este și o condiție necesară pentru asigurarea unui mediu macroeconomic stabil).

În etapa de pre-aderare, țările candidate trebuie să prezinte anual programe economice de pre-aderare, care prefigurează programele de convergență. Programele economice de pre-aderare definesc cadrul politicii economice pe termen mediu, iar realizarea lor oferă țărilor candidate oportunitatea de a-și dezvolta capacitățile instituționale și de analiză necesare pentru participarea ulterioară la UEM.

2.2.2. Membru cu derogare

Etapa a doua presupune participarea la UE, dar nu și la UEM, corespunzător statutului de membru cu derogare. În această fază, se continuă procesul de convergență nominală, reală și structurală. Banca centrală națională a noului stat membru devine membră a SEBC, guvernatorul său fiind membru al Consiliului general al BCE. Membrii cu derogare trebuie să consulte BCE pentru orice propunere legislativă în domeniul monetar-financiar.

Toate acestea necesită existența unui sistem financiar dezvoltat și stabil, armonizarea regulilor prudențiale și modernizarea sistemului de plăți, pentru a fi posibilă conectarea acestuia la TARGET (II).

După intrarea în UE, politicile economice rămân politici naționale, dar devin chestiuni de interes comun – în special politica monetară și valutară (aceste politici vor fi transferate la nivel comunitar în etapa următoare). Noul stat membru trebuie să respecte

prevederile Pactului de creștere și de stabilitate, evitând deficitele bugetare excesive (deși sancțiunile financiare prevăzute nu se aplică în această etapă). De asemenea, este necesară coordonarea politicilor economice.

Membrii cu derogare trebuie să asigure independența băncii centrale și să interzică finanțarea guvernului de către banca centrală. În acest stadiu este imperativ să se asigure libera circulație a capitalurilor.

Deoarece aderarea la UE implică automat subscrierea la principalele obiective ale UE, inclusiv participarea la UEM, în această a doua etapă, membrii cu derogare trebuie să prezinte periodic programe de convergență, în care să precizeze măsurile ce vor fi implementate pentru a asigura îndeplinirea criteriilor de convergență în cel mai scurt timp. Gradul de îndeplinire a criteriilor de convergență se evaluează la fiecare doi ani; evaluarea poate fi realizată și într-un alt moment, la solicitarea unui membru cu derogare.

Instituțiile comunitare insistă asupra necesității tratamentului egal a membrilor UE. Consecința aplicării acestui principiu este obligativitatea îndeplinirii de către noii membri a aceluiași criterii de convergență, care au fost impuse membrilor vechi – criteriile prevăzute în Tratatul de la Maastricht³⁰.

Noul stat membru poate participa la SME II – în acest sens fiind necesară formularea unei cereri de aderare; dacă cererea este acceptată, se stabilește un curs pivot între moneda națională și euro, precum și lărgimea benzii de fluctuație (în mod normal $\pm 15\%$). Deoarece, mai devreme sau mai târziu, orice stat membru al UE va intra în zona euro, aderarea la SME II este un pas obligatoriu pentru membrii cu derogare, dar momentul aderării va fi ales de fiecare stat în parte.

Pentru țările ECE, limita fondurilor disponibile pentru VSTF pentru intervenții în interiorul benzii se situează între 0,3 miliarde euro (pentru Estonia) și 10 miliarde euro (pentru Polonia); în cazul României aceasta limită este de 2,3 miliarde euro. Conform unor autori (Bofinger, 2003), aceste limite sunt insuficiente pentru a permite intervenții masive ale băncilor centrale ale țărilor ECE pe piețele valutare, în condițiile în care astfel de intervenții ar putea fi necesare. Autorul citat susține că autoritățile comunitare ar trebui să încurajeze intervențiile în interiorul benzii, deoarece acestea sunt mai eficiente în sensul descurajării atacurilor speculative (cursul de schimb nu trebuie lăsat foarte aproape de marginea benzii de fluctuație, deoarece invită la atacuri speculative).

³⁰ Criteriile de la Maastricht sunt prezentate în capitolul I.

Instituțiile comunitare susțin că participarea țărilor ECE la SME II va fi benefică pentru economia acestora, contribuind la accelerarea convergenței nominale și reale a economiilor acestora și prin urmare participarea la SME II nu trebuie limitată la perioada minimă prevăzută în Tratatul de la Maastricht (2 ani).

Sunt evocate în acest sens experiențele anterioare ale țărilor care sunt deja în zona euro, în special cazurile Portugaliei și Greciei (economiele acestor țări având un grad mai mare de similaritate cu economiile țărilor ECE).

În cazul Portugaliei, participarea la SME a contribuit la reducerea inflației; deși cursul pivot ales în momentul aderării la SME (aprilie 1992) nu a fost sustenabil, realinierea din decembrie 1992 și mai 1993 au permis modificarea cursului pivot și găsirea unui nivel de echilibru. În 1995 a avut loc o a treia realiniere, din motive legate de competitivitate. Portugalia nu a fost afectată foarte puternic de criza SME (la această situația contribuind și restricțiile asupra mișcărilor de capital, reintroduse în 1992 pentru câteva luni). Suportul politic pentru intrarea Portugaliei în UEM a fost puternic, contribuind la succesul strategiei de integrare a Portugaliei în zona euro. Portugalia a adoptat euro la 1 ianuarie 1999, după aproape șapte ani de participare la SME. Pe întreaga durată a participării Portugaliei la SME, economia acesteia nu a avut de suferit, iar după extinderea benzii de fluctuație la $\pm 15\%$, nu s-au mai înregistrat atacuri speculative asupra escudo-ului. (Campos e Cunha și Silva, 2003) Astfel, după intrarea în UE, Portugalia a așteptat șase ani înainte de a participa la SME și a intrat în zona euro după alți șapte ani. Experiența Spaniei a fost similară cu cea a Portugaliei (Roovers, 2001).

Grecia a rămas aproape trei ani în cadrul SME, înregistrând unele tensiuni doar la începutul acestei perioade. La intrarea în SME (1998), cursul drahmei a fost devalorizat – spre deosebire de devalorizările anterioară, această devalorizare nu a fost urmată de atacuri speculative. Odată cu progresele realizate în sensul reducerii inflației și a deficitului bugetar credibilitatea angajamentului asumat de Grecia de a adera la UEM a crescut, iar presiunile speculative asupra cursului de schimb au dispărut. Din cauza intrărilor masive de capital cursul drahmei a fost lăsat să se aprecieze. În ianuarie 2000, cursul pivot al drahmei a fost revalorizat, iar la 1 ianuarie 2001 Grecia a intrat în zona euro. Experiența Greciei poate fi considerată încă un exemplu ce demonstrează că temerile exprimate în legătură cu riscurile asociate participării la SME II sunt exagerate (Vittas, 2004³¹).

³¹ În cadrul unui forum organizat de FMI în mai 2004.

Ținând cont de aceste experiențe, instituțiile comunitare insistă asupra faptului că SME II nu trebuie privit ca o piedică în calea adoptării timpurii a euro, ci ca un regim capabil să ofere stabilitate și flexibilitate pentru o perioadă mai lungă de timp. (Roovers, 2001). SME II nu este doar o „cameră de așteptare” în care membrii cu derogare trebuie să stea o perioadă de timp, așteptând să fie primiți în zone euro, ci constituie un cadru adecvat pentru depășirea problemelor cu care se vor confrunta țările candidate după intrarea în UE, favorizând realizarea convergenței nominale și reale (Padoa-Schioppa, 2002³²).

Există însă unele *limite ale acestui punct de vedere*: în trecut, alternativa UEM nu exista, iar SME s-a dovedit o alegere foarte bună pentru țările participante la acest mecanism. În prezent, UEM este însă o realitate. Chiar dacă SME II este un sistem cu nimic mai prejos decât SME, fiind în continuare o un regim potrivit pentru dezvoltarea economică a țărilor participante, favorizând convergența reală și nominală a acestora, participarea la UEM este evident mai avantajoasă.

Este adevărat că după intrarea *Portugaliei și Spaniei* în SME, aceste țări au fost nevoite să aștepte șapte ani înainte de a putea adopta euro, însă aceasta pentru că euro nu exista înainte de 1999, nu pentru că aceste țări ar fi preferat să rămână în SME decât să intre rapid în UEM. *Grecia* nu a reușit să adopte euro în 1999, deoarece nu îndeplinea criteriile de la Maastricht³³; se poate vedea însă foarte clar hotărârea Greciei de a intra în zona euro cât mai curând posibil: din momentul apariției euro, această țară a făcut eforturi deosebite, reușind să îndeplinească toate criteriile de convergență doi ani mai târziu; chiar dacă participarea Greciei la SME și la SME II a fost benefică, odată ce a apărut alternativa participării la UEM această țară a făcut tot ce era posibil pentru a părăsi SME II cât mai curând posibil și pentru a adopta euro. Același lucru se poate spune și despre *celelalte țări care sunt în prezent în zona euro*: toate au făcut eforturi deosebite pentru a îndeplini criteriile de convergență și pentru a adopta euro la 1 ianuarie 1999; nici una din aceste țări nu a preferat să rămână mai mult timp în SME, ca să profite de avantajele acestui mecanism. *Țările membre UE care sunt în afara zonei euro* au rămas în exterior deoarece nu există suportul politic și popular pentru intrarea în UEM, nu pentru că ar fi considerat că participarea la SME II este mai avantajoasă decât participarea la UEM³⁴.

³² La conferința „East-West 2002” organizată de Banca Națională a Austriei în noiembrie 2002, la Viena.

³³ La momentul respectiv Grecia nu îndeplinea nici unul din criteriile de convergență.

³⁴ Dintre cele trei țări care se mențin în afara zonei euro Danemarca este singura care participă la SME II, iar organizarea mai multor referendum-uri pentru a decide intrarea în zona euro sau menținerea în exterior indică intenția autorităților daneze de a adopta euro în cel mai scurt timp, odată ce populația se va pronunța în favoarea acestei decizii

Țările ECE privesc SME II cu rețineri și cu scepticism. Păreră potrivit căreia participarea la SME II trebuie limitată la perioada minimă impusă se bucură de o susținere tot mai largă³⁵. Temerile țărilor ECE în legătură cu participarea la mecanismul de schimb european au la bază vulnerabilitatea binecunoscută a regimurilor intermediare de cursuri de schimb („soft pegs”), în contextul liberei circulații a capitalurilor. Liberalizarea mișcărilor de capital este imperativă pentru țările candidate la aderare, aceasta fiind una dintre cele patru libertăți fundamentale de circulație în UE (libera circulație a bunurilor, a serviciilor, a capitalurilor și a persoanelor).

Numeroși economiști (în mare parte din țările ECE) s-au pronunțat în favoarea modificării criteriilor de la Maastricht sau a renunțării la ele. Se consideră că *aderarea cât mai rapidă la UEM este cea mai bună soluție pentru noii membri ai UE*. Obligativitatea participării la SME II este cel mai contestat criteriu, acest mecanism fiind considerat un „purgatoriu” inutil, nejustificat din punct de vedere economic (Buitter și Grafe, 2002; Bofinger, 2003). Prin menținerea acestui criteriu, intrarea în zona euro este decalată cu minim doi ani față de intrarea în UE.

Și alte criterii sunt considerate inadecvate. Pentru țările aflate în proces de recuperare a decalajelor față de celelalte țări membre ale UE (cum este cazul țărilor „periferice” – Grecia, Irlanda, Portugalia), reducerea inflației și a dobânzilor la nivelul impus de criteriile de la Maastricht nu este sustenabilă; după îndeplinirea criteriilor de convergență și intrarea în UEM, rata inflației a crescut din nou în aceste țări, iar dacă aceste criterii s-ar aplica în continuare, numeroase țări membre ale UEM nu ar mai reuși să rămână în zona euro³⁶ (Gulde-Wolf și Keller, 2002).

Există încă o problemă legată de menținerea criteriului privind inflația: în anul 2003, unele țări ECE au înregistrat rate foarte scăzute ale inflației, sau chiar rate negative (Lituania -1,1%; Republica Cehă -0,1%). Dacă aceste tendințe se vor menține și în următorii ani, este posibil ca media celor mai scăzute rate ale inflației luate în calcul pentru acest criteriu să fie negativă, iar limita maxim admisă să fie inferioară limitei de 1%. În

³⁵ Majoritatea țărilor ECE și-au exprimat intenția de a adopta euro cât mai curând posibil. Constatând că criteriile de convergență nu vor putea fi îndeplinite în doi ani de la momentul aderării la UE, multe dintre aceste țări și-au făcut cunoscută decizia de a nu adera la SME II imediat după intrarea în UE, ci mai târziu, când perspectivele de realizare a tuturor criteriilor de convergență într-un orizont de doi ani vor fi favorabile.

³⁶ Dacă evaluarea ar fi fost făcută în februarie 2003, cinci țări care fac parte în prezent din zona euro nu ar fi fost acceptate, deoarece înregistrau o rată a inflației superioară limitei de 2,8% (Irlanda 4,3%, Portugalia 3,6%, Grecia 3,6%, Spania 3,4%, Italia 2,9%).

condițiile în care obiectivul stabilității prețurilor în zona euro este definit ca o rată anuală a inflației inferioară nivelului de 2%, dar superioară limitei de 1%, pare ilogic ca membrilor cu derogare să li se impună, pentru a fi acceptate în zona euro, o rată a inflației considerată de autoritățile monetare comunitare prea joasă și deci incompatibilă cu obiectivul Eurosistemului.

Participând la un forum organizat de FMI în mai 2004 (FMI, 2004), P. Kenen critică menținerea criteriilor de convergență de către UE. Potrivit acestuia, din moment de UEM există deja, menținerea criteriului ratei inflației și a criteriului ratelor dobânzii pe termen lung în forma lor actuală pare nejustificată: mai logic ar fi ca valorile de referință să fie rata medie a inflației și, respectiv, rata medie a dobânzii din UEM. Criteriul cursului de schimb este și el criticat de autorul citat, deoarece SME II prevede o bandă de fluctuație de $\pm 15\%$, dar evaluarea gradului de îndeplinire a acestui criteriu se raportează la vechea bandă de fluctuație a SME, de $\pm 2,25\%$. Pare complet ilogic ca, în baza argumentului aplicării unui tratament egal a vechilor și a noilor membri ai UE, să se impună respectarea unei benzi de $\pm 2,25\%$, în condițiile în care această bandă a fost modificată tocmai pentru că, încercând să o respecte, țările participante au devenit ținta atacurilor speculative, imposibil de contracarat în contextul liberei circulații a capitalurilor. În aceste condiții Kenen susține recomandării făcute de FMI țărilor ECE membre ale UE, și anume de a-și stabili strategia de aderare la zona euro în așa fel încât să rămână cât mai puțin timp posibil în SME II.

Deși există un nou val de critici la adresa criteriilor de convergență (cum s-a întâmplat și înainte de realizarea UEM în 1999), acestea sunt deocamdată menținute, iar această decizie a instituțiilor comunicare pare justificată. Criteriile de la Maastricht impun realizarea unui grad înalt de macrostabilizare, o rată redusă a inflației și stabilitatea cursului valutar față de euro (diminuând riscul valutar în relațiile cu principalii parteneri comerciali), elemente care favorizează creșterea economică. De asemenea, nivelul redus al ratelor dobânzii pe termen lung stimulează investițiile. Situația sustenabilă a finanțelor publice contribuie la creșterea încrederii investitorilor străini și la reducerea riscului de țară. În acest fel, respectarea criteriilor de convergență are efecte pozitive pentru dezvoltarea economică, fiind o soluție bună pentru țările care aderă la UE. Desigur, este posibil ca această soluție să nu fie optimă pentru toate statele membre ale UE; este posibil ca pentru unele țări varianta optimă de politică economică (cea care ar asigura cea mai mare rată de creștere economică) să implice o rată mai mare a inflației sau un deficit public sau o datorie publică mai mare decât valorile impuse de criteriile de convergență.

Dincolo de justificarea economică a criteriilor de la Maastricht, mai există încă un argument pentru menținerea lor: decizia unui stat de a depune eforturi pentru a îndeplini aceste criterii, chiar în condițiile în care alte variante de politică economică ar putea aduce unele avantaje suplimentare (decizia unui stat de a-și continua drumul către UEM, chiar și atunci când acesta presupune unele sacrificii), denotă hotărârea clară a autorităților naționale de a adera la UEM, indicând existența suportului politic necesar pentru ca această aderare să fie permanentă.

Aplicarea foarte strictă și rigidă a criteriilor de la Maastricht ar putea crea unele probleme țărilor ECE, însă experiențele anterioare au arătat că aceste criterii sunt întotdeauna interpretate în mod flexibil, urmărindu-se respectarea sensului textului Tratatului de la Maastricht, nu neapărat a valorilor limită menționate în Tratat. Astfel, referitor la criteriile finanțelor publice, au fost acceptate în zona euro țări în care datoria publică depășea 100% din PIB și țări în care deficitul bugetar era superior limitei de 3%, pentru că aceste țări începuseră deja să implementeze o strategie coerentă pentru reducerea datoriei publice și a deficitului bugetar. În cazul Greciei, criteriul cursului de schimb a fost considerat îndeplinit, deși dragma s-a apreciat față de euro cu mai mult de 2,25%, deoarece această evoluție a fost consistentă cu evoluția celorlalți indicatori macroeconomici, fiind un fenomen de echilibru. Dacă acest mod de interpretare a criteriilor de la Maastricht se va menține, țările ECE nu vor avea probleme în cazul implementării unor politici macroeconomice sustenabile și coerente.

2.2.3. Membru cu drepturi depline

A treia fază începe odată cu *adoptarea euro și intrarea în UEM*. Abia în acest moment statul respectiv devine membru deplin al UE. Banca sa centrală face parte din Eurosistem, iar guvernatorul său devine membru în Consiliul guvernatorilor BCE, participând la elaborarea politice monetare comune.

Prevederile Pactului de Creștere și Stabilitate se aplică integral, inclusiv sancțiunile financiare. Astfel, și după intrarea în zona euro, statele membre ale UE trebuie să asigure sustenabilitatea finanțelor publice. Însă, celelalte criterii de convergență (privind rata inflației, ratele dobânzii și cursul de schimb) nu se mai aplică.

Politica monetară națională dispare, în statele membre cu drepturi depline aplicându-se politica monetară unică elaborată de Eurosistem. De asemenea politica

valutară dispăre la nivel național: moneda națională este în această etapă euro, iar politica de schimb este cea a UEM.

Punctele de vedere exprimate de instituțiile comunitare și de reprezentanții țărilor ECE cu privire la momentul intrării acestora din urmă în zona euro sunt foarte diferite.

BCE subliniază că răbdarea trebuie să fie principiul aplicat de țările candidate în abordarea aderării la UEM: ținând cont de consecințele negative ale unui curs de schimb rigid adoptat prematur, BCE recomandă țărilor ECE să rămână în afara SME II câtva timp după intrarea în UE, până la realizarea unui grad mai ridicat de convergență reală, precum și să rămână în SME II mai mult de doi ani.

Mai mulți economiști susțin că pentru țările ECE cea mai bună strategie este de a adera cât mai rapid la UEM (Csajbok și Csermely, 2002; Buitier și Grafe, 2002; Coricelli, Jazbec și Masten, 2003).

Unii economiști au propus chiar adoptarea unilaterală a euro de către țările ECE, această opțiune fiind considerată ca justificată din punct de vedere economic. (Begg, 2001; Buitier și Grafe, 2002; von Hagen și Zhou, 2003). Adoptarea unilaterală a euro a fost avută în vedere și de autoritățile naționale din unele țări ECE, înainte ca instituțiile comunitare să se declare împotriva unor astfel de practici³⁷. Există însă și autori care consideră că, din punct de vedere economic, avantajele adoptării unilaterale a euro sunt relativ reduse, iar riscurile asociate destul de mari, astfel încât și din punct de vedere economic varianta oficială de adoptare a euro, trecând prin SME II, este cea mai bună strategie (Orlowski, 2002; Jankovics, 2002; Backé și Wójcik, 2002).

O strategie care vizează aderarea cât mai rapidă la UEM este mai bună decât o strategie bazată pe răbdare, deoarece fixarea unui obiectiv de intrare rapidă în zona euro va mobiliza țările ECE să accelereze și să finalizeze reformele structurale, contribuind la creșterea flexibilității economiei lor (cum a fost cazul Spaniei, Portugaliei și Greciei), va reduce perioada „interimară” (etapa de membru cu derogare), care poate fi una turbulentă, ținând cont de gradul ridicat de deschidere a economiilor țărilor ECE și de contextul liberei circulații a capitalului. Riscurile legate de renunțarea la politica monetară și valutară autonomă nu sunt foarte mari și, ceea ce e mai important, aceste riscuri nu se diminuează

³⁷ În decembrie 1996 prim-ministrul Sloveniei a anunțat, în cadrul Consiliului European de la Dublin, că „Slovenia va face tot ce-i stă în putință pentru a adera la uniunea monetară în cel mai scurt timp, poate chiar înainte de a deveni membră a UE”. Reacția reprezentanților UE a fost de dezaprobare a unei astfel de decizii, considerată incompatibilă cu principiile fundamentale ale UE.

odată cu trecerea timpului, astfel încât amânarea momentului aderării la UEM nu are nici un efect pozitiv în acest sens. Aderarea rapidă a țărilor ECE la zona euro va permite acestora să profite imediat de avantajele asociate participării la UEM, fără a avea consecințe negative pentru membri vechi ai UEM. Din aceste motive unii autori consideră că instituțiile comunitare nu trebuie să descurajeze aderarea rapidă a țărilor ECE la UEM, ci trebuie să le încurajeze, deoarece din aplicarea acestei strategii toate părțile au de câștigat (Balcerowicz, 2002)

Principalul cost al aderării rapide la UEM este renunțarea la o politică monetară și valutară națională. Acest cost nu a fost foarte ridicat nici pentru țările care se află în prezent în zona euro, iar pentru țările ECE, ale căror economii sunt mici și foarte deschise, expuse fluxurilor speculative de capitaluri, menținerea autonomiei monetare este „un lux inutil și costisitor”. (Buitter și Grafe, 2002) Ca urmare, amânarea aderării la UEM nu are nici o justificare economică.

Aderarea țărilor ECE la UEM impune numeroase reforme instituționale în cadrul acesteia din urmă, deoarece structurile existente nu vor funcționa corespunzător în condițiile creșterii numărului de membri. Spre exemplu, în cadrul Eurosistemului nu va putea fi menținut principiul actual, conform căruia fiecare membru are un vot și votează la fiecare întrunire a Consiliului guvernatorilor. Deși statutul BCE permite Consiliului guvernatorilor să ia decizii cu majoritate simplă, până în prezent deciziile au fost luate prin consens, iar această practică complică și mai mult procesul decizional în cazul unui număr mare de membri.

Au existat mai multe propuneri de *reformă a Eurosistemului*, pentru a spori eficiența funcționării acestuia: o primă propunere era de a adopta o formulă similară cu cea a US Fed (toți guvernatorii participă la discuții, dar numai o parte din ei au drept de vot, pe bază rotativă); o a doua propunere era de a adopta o formulă similară cu cea a FMI (țările mici constituie grupuri și își desemnează un singur reprezentant pentru fiecare grup, pe o bază rotativă); o a treia propunere era de a limita procesul decizional la nivelul Consiliului de administrație.

Soluția adoptată este un *sistem complex de rotație*, bazat de două sau trei grupuri de țări, în funcție de numărul membrilor Eurosistemului. Încadrarea unei țări într-un grup se face în funcție de dimensiunea economiei naționale (măsurată prin PIB) și a sectorului său financiar. Cei șase membri ai Consiliului de administrație își păstrează permanent dreptul de vot. *Varianta cu două grupuri* de țări ar putea fi aplicată începând cu 2007, când UEM ar putea avea șaisprezece membri (cei doisprezece membri actuali, plus Estonia, Lituania,

Slovenia, Cipru). Primul grup de țări va fi format din țările mari, și va avea 4 voturi; al doilea grup va cuprinde țările mici, și va avea 11 voturi. Grupurile vor fi constituite în așa fel încât țările mari din primul grup să voteze cel puțin la fel de des ca și țările din al doilea grup. Începând cu 2009-2010 (sau chiar mai repede în cazul în care Danemarca, Marea Britanie și Suedia aderă la UEM) se va trece la *modelul bazat pe trei grupuri* de țări. Primul grup va fi format din țările mari din zona euro (Germania, Franța, Italia și încă două țări) și va dispune de 4 voturi. Al doilea grup va cuprinde jumătate din membri UEM și va dispune de 8 voturi, în timp ce cel de-al treilea grup, format din țările neincluse în primele două grupuri, va dispune de 3 voturi. În acest fel, în cazul în care numărul de membri ai Eurosistemului va fi de 22, țările din primul grup ar vota cu o frecvență de 80%, cele din al doilea grup cu o frecvență de 75%, iar cele din al treilea grup cu o frecvență de 38%.

2.3. SITUAȚIA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST ÎN PREZENT

În decembrie 2002 au fost încheiate negocierile de aderare cu opt țări ECE: *Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia și Ungaria*. Comisia Europeană a considerat că aceste țări îndeplinesc criteriile de la Copenhaga în totalitate și a recomandat încheierea acordurilor de aderare. Acordul de aderare a fost semnat de către UE și cele opt țări ECE (plus Malta și Cipru) la 16 aprilie 2003. Populația acestor țări s-a exprimat în favoarea aderării la referendum-urile organizate în perioada martie-septembrie 2003, iar *de la 1 mai 2004 aceste țări au devenit membre UE*.

În noiembrie 2003, Comisia Europeană a confirmat faptul că cele opt țări ECE (alături de Malta și Cipru) sunt în linii mari pregătite pentru aderare, deși mai existau încă anumite aspecte care dădeau motive de preocupare în cazul fiecăreia dintre aceste țări. Aceste aspecte priveau libera circulație a persoanelor – recunoașterea reciprocă a diplomelor și calificărilor, în special în domeniul sănătății (Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Republica Cehă, Slovenia), agricultura (Letonia, Polonia, Republica Cehă, Slovacia, Ungaria), transporturile (Republica Cehă), politica socială și de ocupare a forței de muncă (Estonia), fiscalitatea (Letonia), uniunea vamală (Letonia), pescuitul (Lituania, Polonia), politica de concurență (Slovacia).

Pentru cele două țări ECE care nu au încheiat negocierile și care îndeplineau doar parțial criteriile de la Copenhaga – România și Bulgaria – Comisia Europeană a stabilit la sfârșitul anului 2002 „foi de parcurs”, în care erau precizate prioritățile procesului de aderare, sarcinile care mai rămân de realizat și ritmul în care obiectivele prevăzute trebuiau îndeplinite pentru ca aderarea acestor țări la UE să fie posibilă în 2007³⁸.

La reuniunea Consiliului European de la Salonic, din iunie 2003, reprezentanții acestuia au precizat că România și Bulgaria fac parte din același proces ireversibil de extindere a UE ca și țările cu care s-a semnat acordul de aderare în aprilie 2003 și că UE și-a fixat ca obiectiv să le primească în calitate de noi state membre ale UE înainte de 2007. În acest sens, UE susține eforturile depuse de aceste țări pentru a finaliza negocierile de aderare în 2004.

În rapoartele de țară publicate de Comisia Europeană în 2003, se precizează că:

- *Bulgaria îndeplinește criteriile politice de la Copenhaga (din 1997);*
- *Bulgaria îndeplinește parțial criteriile economice de la Copenhaga (economia bulgară este considerată o economie de piață funcțională din 2002, dar pentru ca aceasta să poată face față presiunilor concurențiale și forțelor pieței din UE, este necesară continuarea reformelor începute);*
- *Bulgaria îndeplinește parțial criteriile acquis-ului comunitar, și în ultimul an a realizat progrese importante în acest sens;*
- *România îndeplinește criteriile politice de la Copenhaga (încă din 1997), dar totuși există unele aspecte problematice; astfel, legile sunt adesea adoptate în grabă, fără o pregătire suficientă, iar nivelul corupției este foarte ridicat, cu efecte negative asupra societății și asupra economiei naționale;*

³⁸ Anul 2007 a fost stabilit ca obiectiv pentru aderarea la UE în mod unilateral de către autoritățile naționale din România și Bulgaria deja în anul 2000; la reuniunea Consiliului European de la Copenhaga din decembrie 2002 acest obiectiv a fost însușit de către Consiliul European și astfel aderarea României și Bulgariei la UE în 2007 a devenit obiectiv comun al celor două țări și al UE. Practic, Comisia Europeană a făcut încă de la început distincție între România și Bulgaria și celelalte țări ECE invitate să înceapă negocierile de aderare, propunând ca negocierile de aderare să fie deschise în 1999 cu cele două țări, doar dacă acestea înregistrează progrese semnificative în domeniul economic. Consiliul European nu a ținut însă cont de propunerea Comisiei și a decis deschiderea negocierilor și cu aceste țări ca și cu celelalte din același val, fără a le impune alte condiții suplimentare.

- *România nu îndeplinește criteriile economice de la Copenhaga*, deși a realizat progrese importante în acest sens³⁹: creșterea economică a fost robustă, rata șomajului s-a redus, reducerea graduală a inflației a continuat, permițând și reducerea ratelor dobânzii⁴⁰, politica fiscală a rămas prudentă (deși stabilitatea pe termen mediu nu este încă asigurată), procesul de privatizarea a fost accelerat, sistemul bancar a continuat să se dezvolte, infrastructura are o calitate scăzută, dar se constată ameliorări, mediul de afaceri s-a îmbunătățit, dar disciplina financiară este foarte scăzută, stocul de arierate este foarte mare și în creștere;
- *România îndeplinește parțial criteriile acquis-ului comunitar*: negocierile au avansat, toate capitolele de negociere au fost deschise, România reușind să încheie provizoriu 20 dintre acestea, până la momentul redactării raportului.

În februarie 2004, Parlamentul European felicita Bulgaria pentru progresele înregistrate privind negocierile de aderare, insistând asupra faptului că aderarea Bulgariei la UE nu trebuie condiționată de aderarea unei alte țări. În martie 2004, Parlamentul European își exprima îngrijorarea privind capacitatea României de a încheia negocierile de aderare în 2004 și de a adera la UE în 2007, menționând ca probleme urgente ce trebuie rezolvate de țara noastră în cel mai scurt timp corupția, funcționarea deficitară a instituțiilor judiciare, limitarea libertății de exprimare a mass-media, tratamentul necorespunzător al persoanelor de către poliție.

Între timp *Bulgaria a încheiat negocierile de aderare în iunie 2004*. Până la 1 august 2004, România a încheiat încă șase capitole de negociere, iar în septembrie 2004 încă două⁴¹, menținându-și obiectivul de a încheia negocierile de aderare până la sfârșitul acestui an. Dacă acest obiectiv va fi îndeplinit, România ar putea semna împreună cu Bulgaria acordul de aderare la UE în anul 2005, pentru a intra în UE la începutul anului 2007.

³⁹ Comisia Europeană precizează că „România poate fi considerată ca o economie de piață funcțională din momentul în care progresele deosebite înregistrate până acum vor fi continuate în mod decisiv. În plus, se impune punerea în practică energică și susținută a programului de reformă structurală, pentru ca România să fie capabilă să facă față, în viitorul apropiat, atât presiunii concurențiale, cât și forțelor de piață din interiorul Uniunii Europene.”

⁴⁰ În a doua parte a anului 2003, ratele dobânzii au crescut, pentru a încetini ritmul de expansiune a creditului neguvernamental.

⁴¹ Capitolele la care negocierile nu au fost încă finalizate sunt: 6. Politica în domeniul concurenței, 22. Mediul înconjurător, 24. Cooperarea în domeniul justiției și afacerilor interne, 31. Altele.

Deși subliniază progresele înregistrate de cele două țări, Rapoartele de țară realizate de Comisia Europeană în 2004 nu constată modificări semnificative privind gradul de îndeplinire a criteriilor de la Copenhaga de către România și Bulgaria, cu excepția îndeplinirii primului criteriu economic (existența unei economii de piață funcționale) de către România. În continuare cele două țări îndeplinesc criteriile politice de la Copenhaga, în timp criteriile economice și cele ale acquis-ului comunitar sunt îndeplinite doar parțial.

Tranziția către o economie de piață s-a dovedit un proces extrem de anevoios în România, din diferite motive țara noastră nereușind să încheie până în prezent acest proces. Din acest motiv, *România era la sfârșitul anului 2003 singura dintre țările ECE candidate care nu avea încă o economie de piață funcțională (în Raportul de țară realizat de Comisia Europeană în 2004 se precizează pentru prima dată că economia românească este o economie de piață)*. FMI (2004b) arată că procesul de tranziție a fost mult mai lent în România decât în alte țări ECE, din cauza condițiilor inițiale mai defavorabile, deoarece terapia de șoc nu putea fi aplicată (înainte de 1989 Ceaușescu aplicase o terapie de șoc și de austeritate cu scopul rambursării rapide a datoriei externe, iar societatea nu ar mai fi rezistat uni noi terapii de șoc și costurilor acesteia) și din cauza lipsei de coordonare între diferite autorități și a unor decizii greșite privind reforma, care au avut ca rezultat o politică de tip stop-and-go (dar care au fost corectate ulterior).

Negocierile de aderare au decurs și ele mult mai lent în cazul României decât în cazul celorlalte țări ECE. La început autoritățile române au insistat asupra faptului că ritmul mai lent de negociere nu trebuie să provoace îngrijorare, deoarece strategia adoptată de țara noastră este diferită: negocierile trebuie bine pregătite și, odată realizat acest pas, negocierile se vor derula foarte rapid, ajungerea la un acord va fi mult facilitată, iar România ar reuși să încheie negocierile la fel de repede ca și celelalte țări ECE care au început negocierile în același moment (februarie 1999 – Bulgaria, Letonia, Lituania, Slovacia). Probabil și faptul că primele cinci capitole deschise spre negociere au fost rapid închise provizoriu a alimentat aceste speranțe. Realitatea este că negocierile de aderare avansează în ritmul realizării reformelor structurale necesare pentru transformarea economiei naționale într-o economie europeană performantă, iar ritmul implementării acestor reforme în țara noastră a fost mai lent decât în celelalte țări ECE. *Până acum România a deschis pentru negociere toate capitolele acquis-ului comunitar și a închis provizoriu 28.*

Liberalizarea mișcărilor de capital a avansat mult în țările ECE⁴². Teoretic cursurile de schimb fixe sunt incompatibile cu circulația liberă a capitalurilor și cu o politică monetară autonomă; astfel, liberalizarea mișcărilor de capitaluri ar fi trebuit să se realizeze mult mai rapid și mai ușor în cazul țărilor care au adoptat regimuri de curs de schimb flexibile. Însă, în cazul țărilor ECE, nu poate fi observată o corespondență între gradul de liberalizare a mișcărilor de capital și regimul de curs valutar. În țările baltice și în Bulgaria, regimurile de cursuri valutare fixe coexistă cu un grad ridicat de liberalizare a mișcărilor de capital. Republica Cehă a adoptat un regim de cursuri flexibile, liberalizând mișcările de capital. În Ungaria, mai există unele restricții pentru operațiunile pe termen scurt, în contextul unui regim de tip SME II (curs pivot față de euro și o bandă de fluctuație de $\pm 15\%$). Polonia menține încă unele restricții asupra operațiunilor pe termen scurt, în contextul flotării libere a cursului de schimb. În Slovacia, se mențin unele restricții asupra mișcărilor de capitaluri, în contextul flotării controlate a cursului valutar. În Slovenia restricțiile asupra mișcărilor de capitaluri pe termen scurt sunt importante, în contextul unui regim de flotare controlată.

România practică un regim de curs valutar flexibil – flotare controlată⁴³. Mișcările de capital sunt liberalizate după un calendar prestabilit. În 1998 au fost liberalizate operațiunile de cont curent, țara noastră acceptând articolul VIII din statutul FMI. În 1999 au fost liberalizate intrările de capital pe termen mediu și lung. Doi ani mai târziu a fost stabilit calendarul pentru liberalizarea celorlalte operațiuni de capital, rămas în vigoare și în prezent. Acesta prevedea liberalizarea operațiunilor care au un impact scăzut asupra balanței de plăți în perioada 2001-2002 (investițiile directe și investițiile imobiliare realizate de rezidenți în străinătate, cotarea titlurilor financiare românești pe piețele financiare din străinătate, garanțiile colaterale oferite de străini rezidenților, operațiunile cu caracter personal). În a doua parte a anului 2002, urmau să fie liberalizate o parte din operațiunile cu efecte importante asupra sectorului real al economiei (creditele comerciale pe termen mediu și lung acordate de rezidenți nerezidenților, transferuri de capital efectuate în baza unor contracte de asigurare, garanții colaterale acordate de rezidenți nerezidenților). Acest proces urma să se continue în anii următori (2003: achiziționarea de către rezidenți și tranzacționarea de către aceștia a titlurilor financiare străine, împrumuturi și credite

⁴² Situația prezentată era valabilă la sfârșitul anului 2003.

⁴³ Conform FMI, flotarea controlată este regimul „de jure” în România, dar regimul „de facto” este un „crawling-peg”, cu o rată de depreciere lunară neanunțată, față de euro.

financiare pe termen de sub un an acordate de nerezidenți rezidenților, împrumuturi și credite financiare acordate de rezidenți nerezidenților; 2004: cotarea titlurilor financiare străine pe piețele financiare din România, operațiuni cu depozite în lei constituite de către nerezidenți la instituții financiar-bancare naționale). Operațiunile care au un impact puternic asupra balanței de plăți (operațiuni cu titluri și alte instrumente specifice pieței monetare, operațiuni în cont curent și operațiuni cu depozite derulate între rezidenți și nerezidenți) urmează să fie liberalizate până la momentul aderării țării noastre la UE.

Dintre cele zece țări ECE studiate, România are gradul cel mai scăzut de liberalizare a mișcărilor de capital. La sfârșitul anului 2001, din patrusprezece categorii de mișcări de capitaluri, doar două erau deplin liberalizate în țara noastră și în Polonia – comparativ cu patru în Bulgaria și Ungaria, cinci în Slovacia, opt în Slovenia, zece în Republica Cehă, unsprezece în Estonia și respectiv douăsprezece în Letonia și Lituania (Gibson și Tsakalotos, 2003).

În anul 2003 toate țările candidate și-au prezentat *programele economice de pre-aderare* conform cerințelor UE, în luna august. După analiza acestor programe, Comitetul ECOFIN și-a precizat poziția, în luna noiembrie a aceluiași an.

În programele economice de pre-aderare ale țărilor ECE care urmau să devină membre ale UE în 2004, se precizau deja și pozițiile acestora față de intrarea în SME II și în UEM. Ungaria și-a exprimat intenția de a adera la SME II imediat după intrarea în UE, considerând că va fi pregătită să adopte euro la 1 ianuarie 2008. Letonia prevedea aderarea la SME II în ianuarie 2005 și intrarea în zona euro la 1 ianuarie 2008. Slovenia își stabilea ca obiectiv aderarea la SME II în prima parte a anului 2005, pentru a putea adopta euro în 2008. Estonia și-a stabilit cel mai ambițios obiectiv: aderarea la SME II imediat după aderarea la UE și intrarea în zona euro în a doua parte a anului 2006. Lituania, Polonia și Republica Cehă menționau clar intenția de a nu rămâne în SME II mai mult de doi ani.

În tabelul nr.4 sunt prezentate obiectivele țărilor ECE care au devenit membre ale UE referitoare la participarea la SME II și la UEM, așa cum erau ele stabilite la începutul anului 2004.

Tabelul nr. 4 – Obiectivele țărilor ECE membre ale UE privind participarea la SME II și intrarea în UEM

Țara	Regimul de curs de schimb practicat la începutul anului 2004	Obiective referitoare la participarea la SME II	Data stabilită ca obiectiv pentru intrarea în UEM
Estonia	Consiliu monetar (euro = valuta ancoră)	Intrare rapidă, menținând regimului de curs de schimb (bandă de fluctuație 0)	2007
Letonia	Ancorare strictă la DST (înlocuirea DST cu euro în ianuarie 2005)	Menținerea unei benzi înguste de fluctuație, de $\pm 1\%$	2008
Lituania	Consiliu monetar (euro = valuta ancoră)	Intrare imediat după aderarea la UE, menținând regimului de curs de schimb (bandă de fluctuație 0)	2007
Polonia	Flotare liberă	Participare pentru o perioadă cât mai scurtă (2 ani), cu o bandă standard de fluctuație ($\pm 15\%$)	2008-2009
Republica Cehă	Flotare controlată	Participare pentru o perioadă cât mai scurtă (2 ani), cu o bandă standard de fluctuație ($\pm 15\%$)	2009 – 2010
Slovacia	Flotare controlată	Participare pentru o perioadă cât mai scurtă (2 ani); posibilă aderare în 2005	2008
Slovenia	Flotare controlată	Intrare rapidă (sfârșitul anului 2004)	2007
Ungaria	Bandă de fluctuație de $\pm 15\%$ față de euro	Intrare rapidă, urmare de o participare a cărei durată va fi dependentă de viteza de îndeplinire a criteriilor de convergență (strategie în curs de reevaluare)	2008

Sursa: BCE, băncile naționale ale țărilor ECE, Backé și Thimann (2004)

România și Bulgaria nu au făcut precizări referitoare la aderarea la SME II și respectiv la UEM, în programele economice de pre-aderare din 2003, dar pentru aceste țări perspectiva participării la SME II și, respectiv, a intrării în zona euro sunt mult mai îndepărtate. În materialele publicate de BNR și persoane aflate la conducerea acestei instituții la începutul anului 2004⁴⁴, se precizează că strategia României de aderare la UEM vizează o participare cât mai scurtă la SME II. Cel mai probabil, țara noastră va adera la SME II la trei sau patru ani după intrarea în UE, iar adoptarea euro ar fi posibilă în 2012-2013.

În iunie 2004, primele trei ECE au fost acceptate în SME II: Slovenia, Estonia și Lituania. S-a stabilit ca pentru toate cele trei țări să se mențină banda standard de fluctuație de $\pm 15\%$. Pentru Estonia și Lituania, regimul de tip consiliu monetar a fost acceptat în cadrul SME II, dar ca un angajament unilateral din partea acestor țări, care nu implică nici o

⁴⁴ Isărescu M. (2004); „Recent Developments in the Romanian Banking System”, material prezentat de vice-governatorul BNR la Londra în aprilie 2004 (disponibil pe www.bnro.ro)

obligație suplimentară pentru BCE⁴⁵. Cursurile pivot stabilite și marjele de fluctuație sunt prezentate în tabelul nr.5.

Tabelul nr. 5 – Cursurile pivot față de euro și cursurile de intervenție (marginile benzii de fluctuație) în cadrul SME II

Țara	Moneda	Cursul pivot (1 EUR =)	Cursul de intervenție – limita superioară	Cursul de intervenție – limita inferioară
Danemarca	Coroana daneză (DKK)	7,46038	7,62824	7,29252
Estonia	Coroana estoniană (EEK)	15,6466	17,9936	13,2996
Lituania	Litasul lituanian (LTL)	3,45280	3,97072	2,93488
Slovenia	Tolarul sloven (SIT)	239,640	275,586	203,694

Sursa: BCE

Pentru statele care au devenit membre ale UE la 1 mai 2004, Comisia Europeană a solicitat prezentarea primului program de convergență imediat după aderare, înainte de 15 mai 2004. Următorul program de convergență va trebui prezentat, conform prevederilor comunitare, între mijlocul lunii octombrie și 1 decembrie 2004. România și Bulgaria vor continua să prezinte anual programe economice de pre-aderare, până în momentul intrării în UE.

⁴⁵ BCE a precizat că posibilitatea stabilirii unei benzi mai înguste de fluctuație în cadrul SME II există, dar numai pentru țări care au realizat deja un grad ridicat de convergență nominală și reală cu țările din zona euro, cum este cazul Danemarcei; decizia din iunie 2004 confirmă faptul că BCE nu este dispusă să-și asume obligații suplimentare în cazul în care o țară participantă la SME II dorește să beneficieze de o stabilitate mai mare a cursului de schimb.

III. ELEMENTE TEORETICE

FUNDAMENTALE PENTRU

ANALIZA UNIFICĂRII

MONETARE EUROPENE

Principala teorie utilizată pentru studiul uniunilor monetare este *teoria zonelor monetare optime (ZMO)*.

Odată adoptată decizia de participare la o uniune monetară, fiecare țară participantă trebuie să decidă ce regim de curs valutar va utiliza până la adoptarea monedei comune/unice (în special când există un decalaj de câțiva ani între adoptarea deciziei și intrarea efectivă în uniunea monetară, cum este cazul pentru zona euro). În funcție de caracteristicile specifice ale economiei, autoritățile vor stabili gradul de flexibilitate a regimului de curs valutar care să permită realizarea obiectivelor politicii economice în cele mai bune condiții. În timp, a fost elaborată o teorie amplă privind *factorii determinanți ai alegerii regimului de curs valutar*.

Fixarea cursului de schimb în raport cu o monedă ancoră în vederea intrării ulterioare într-o uniune monetară (participarea la un sistem de tip SME II spre exemplu) crește riscurile de apariție a crizelor valutare și/sau financiare, în contextul existenței unor vulnerabilități macroeconomice. Prin urmare, este esențial să se identifice vulnerabilitățile și să se adopte măsurile necesare pentru eliminarea acestora înainte de intrarea într-o uniune monetară. Teoria economică propune diferite *metode de evaluare a vulnerabilității externe și financiare*.

În fine, alegerea parității de conversie între moneda națională și moneda uniunii monetare este o decizie importantă: paritatea de conversie trebuie să se situeze cât mai aproape de cursul valutar de echilibru dintre cele două monede, deoarece existența unor

deviații importante ale parității de conversie față de nivelul de echilibru al cursului de schimb poate avea consecințe negative asupra economiei. În anii '90 au fost dezvoltate numeroase modele de calcul a cursului valutar de echilibru, dar primele *teorii referitoare la cursul valutar de echilibru* au apărut cu mult timp înainte.

3.1. TEORIA ZONELOR MONETARE OPTIME

Deși a apărut la începutul anilor '60, teoria zonelor monetare optime (ZMO) a cunoscut o dezvoltare destul de redusă, iar în anii '80 aproape că dispăruse ca subiect de discuție și de cercetare. Decizia statelor membre ale UE de a constitui o uniune economică și monetară a dus la redescoperirea acestei teorii – teorie pentru care fondatorul ei (R.A. Mundell) a obținut premiul Nobel în 1999. În anii '90, teoria ZMO a fost utilizată aproape exclusiv pentru analiza zonei euro și a capacității acesteia de a face față șocurilor asimetrice. În ultimii ani, țările ECE au fost incluse și ele în astfel de analize.

3.1.1. Criterii de optimalitate a unei zone monetare

Teoria ZMO a apărut în 1961⁴⁶, atunci când *Mundell* a publicat în „*American Economic Review*” un articol în care analiza, dintr-o cu totul altă perspectivă decât predecesorii săi, regimurile de curs valutar. Paradoxal, punctul de pornire în construirea teoriei ZMO nu a fost (așa cum ne-am putea imagina gândindu-ne la zona euro) ipoteza unificării monetare a unor state sau teritorii, ci dimpotrivă. În epoca respectivă (a sistemului monetar de la Bretton Woods) cursurile de schimb fixe (sau cvasi-fixe) erau regula generală, dar se discuta posibilitatea de trecere la cursuri de schimb flexibile. Întrebările la care *Mundell* căuta un răspuns în articolul său din 1961 erau dacă un regim de curs valutar flexibil poate să funcționeze și să fie eficient și ce criterii permit delimitarea optimă din punct de vedere economic a teritoriului de circulație a unei monede, în contextul cursurilor

⁴⁶ Unele elemente ale teoriei ZMO se regăsesc însă și în lucrări din anii '50 – spre exemplu în 1953 Friedman afirma că un grup de state independente din punct de vedere politic și care aderă în mod ferm la un standard de tipul etalonului-aur pot să se supună unei autorități monetare unice; dacă, în plus, în aceste state se asigură libera circulație a bunurilor, persoanelor și capitalurilor, ele ar forma o unitate economică coerentă, în care o monedă unică ar fi o alegere potrivită (citad de Parlamentul European, 1998).

de schimb flexibile între monede. Concluzia articolului este că „dacă lumea ar putea fi împărțită în regiuni în interiorul cărora factorii sunt mobili și între care factorii sunt imobili, atunci fiecare dintre aceste regiuni ar trebui să aibă o monedă distinctă care să fluctueze în raport cu toate celelalte monede” (Mundell, 1961: p.663).

Doi ani mai târziu, *McKinnon (1963)* dezvoltă teoria fundamentată de Mundell. McKinnon este unul dintre primii autori care ia în serios planurile de unificare monetară a țărilor europene și le include ca o posibilă ipoteză în cercetările sale. Spre deosebire de Mundell, care analizase cazul Canadei, McKinnon face referiri explicite la Comunitatea Economică Europeană (CEE)⁴⁷. Tot McKinnon este cel care dă o primă definiție clară și explicită a „zonei monetare optime”: o zonă monetară în care o monedă unică și un curs valutar flexibil oferă cea mai bună soluție pentru atingerea a trei obiective importante: ocupare deplină, echilibrul balanței de plăți, stabilitatea prețurilor interne (McKinnon, 1963: p.717).

În prezent, se consideră că un grup de țări pot forma o ZMO dacă dezechilibrele care afectează balanțele de plăți bilaterale ale oricăror două țări din cadrul grupului pot fi corectate fără a se modifica cursul valutar dintre monedele lor (Aubin și Norel, 2000: p.317). Astfel, un spațiu care grupează mai multe țări poate fi considerat o ZMO, dacă în interiorul său ajustarea în caz de șocuri asimetrice se realizează în mod optim prin cursuri fixe, în timp ce în relațiile cu alte spații monetare ajustarea optimă necesită cursuri de schimb flexibile.

Printre aspectele cel mai des analizate referitor la zonele monetare se numără *criteriile pe care trebuie să le îndeplinească un spațiu monetar pentru a fi o ZMO și mecanismele de ajustare care pot înlocui flexibilitatea cursurilor de schimb în interiorul spațiului respectiv pentru a permite contracararea șocurilor asimetrice.*

Problema existenței unor alte mecanisme de ajustare se pune doar în *cazul șocurilor asimetrice*, deoarece politica monetară unică este un bun mecanism de ajustare în cazul șocurilor simetrice. Prin urmare, se poate aprecia că o uniune monetară are cu atât mai mari șanse de reușită și este cu atât mai oportună, cu cât șocurile ce afectează țările participante sunt mai simetrice. Dacă un grup de țări nu se confruntă cu șocuri asimetrice, unificarea

⁴⁷ „Granițele naționale existente au fost utilizate implicit pentru a delimita spațiul pentru o monedă unică, pentru care va fi folosit sau nu un curs valutar flexibil. În orice caz, atunci când există diferite posibilități de a grupa națiunile în zone cu o monedă unică, precum în CEE, sau atunci când mobilitatea resurselor este scăzută în interiorul țărilor, Mundell demonstrează că trebuie să ne întrebăm ce caracteristici economice determină dimensiunea optimă a domeniului unei monede unice.” (McKinnon, 1963 : p. 717)

monetară a acestora nu ridică mari probleme. Altfel spus, un grup de țări care au trăsături similare și răspund în același mod la șocuri poate forma o zonă monetară (Corden, 1972). Chiar și în caz de șocuri asimetrice, un grup de țări între care există un grad ridicat de integrare financiară și care dețin creanțe importante una asupra alteia, pot adopta o monedă comună (Mundell⁴⁸, 1973).

Diferiți autori au stabilit diferite *criterii de optimalitate a unei zone monetare*:

- flexibilitatea prețurilor și a salariilor (Friedman, 1953; Kawai, 1987);
- mobilitatea principalilor factori de producție în interiorul zonei monetare (Mundell, 1961; Corden, 1972);
- integrare financiară – fluiditatea capitalului (Ingram, 1962);
- grad ridicat de deschidere reciprocă a economiilor ce constituie zona monetară (McKinnon, 1963);
- diversitatea aparatului productiv (Kenen, 1969);
- integrare fiscală – existența unui mecanism de transferuri fiscale (Kenen, 1969; Johnson, 1970);
- integrare politică (Mintz, 1970; Tavlas, 1993);
- convergența ratei inflației – reducerea diferențialului de inflație (Haberler, 1970; Fleming, 1971);
- aceeași preferință în materie de politică economică – pentru stabilitatea prețurilor sau pentru gradul de ocupare, ca obiectiv principal (Corden, 1972; Tower și Willett, 1976);
- voința politică de a accepta politicile țărilor vecine (Frankel, 2003).

Deși majoritatea acestor criterii sunt economice, unii autori au subliniat *importanța factorilor politici*, deoarece, în final, decizia unei țări de a participa la o uniune monetară este o decizie politică. În 1970 Mintz a arătat că cea mai importantă, și poate singura condiție necesară pentru realizarea integrării monetare este voința politică a potențialilor membri. Într-un studiu efectuat pe șase uniuni monetare, Cohen (1993) arată că în uniunile monetare care au avut succes criteriile economice au fost dominate de factorii politici. Analizând dezmembrarea Cehoslovaciei, Fidrmuc și Horváth (1998) ajung la aceeași concluzie (că uniunea monetară convenită între Cehia și Slovacia în momentul în care acestea au devenit independente a dispărut, deoarece lipsea voința politică de a o menține, rolul diferențe economice existente între cele două țări fiind minor).

⁴⁸ În articolul „Uncommon Arguments for Common Currencies”, citat de Mongelli (2002)

În anii '90, au fost identificate și alte criterii care favorizează decizia unei țări de a intra într-o uniune monetară: o necesitate impetuoasă de a importa stabilitate monetară (ca urmare a unei trecut caracterizat de hiperinflație, care a erodat credibilitatea autorităților monetare), dorința de integrare economică mai puternică cu partenerii comerciali, utilizarea „de facto” a unei monede străine pe teritoriul național, existența unui nivel suficient de rezerve internaționale, existența unui sistem legislativ coerent și eficient, existența unui sistem financiar solid (Frankel, 2003).

O problemă a teoriei ZMO este că aplicarea diferitelor criterii menționate duce la rezultate diferite. Astfel, din anumite puncte de vedere un grup de state poate forma o zonă monetară optimă, în timp ce prin prisma altor criterii aceleași state nu mai pot fi considerate ca formând o zonă monetară optimă. În 1975 Ishiyama recunoștea limitele defnirii unei ZMO în funcție de un singur criteriu, afirmând că fiecare țară trebuie să evalueze costurile și avantajele ce decurg din participarea la o zonă monetară și să ia o decizie în funcție de propriile sale interese.

3.1.2. Avantaje și costuri ale unei uniuni monetare

Optimalitatea unei zone monetare poate fi analizată și cu ajutorul unei analize de tip cost-beneficiu, luând în considerare avantajele și costurile pe care le implică. De obicei o astfel de abordare se utilizează pentru analiza uniunilor monetare formate din mai multe state (sau alte entități care aveau monede proprii înainte unificarea monetară). Această analiză este însă mult îngreunată de faptul că numeroase avantaje și costuri nu pot fi transpuse în cifre, măsurate și cuantificate.

Astfel, nu se poate spune „a priori” dacă pentru un anumit grup de state este oportun sau nu să formeze o uniune monetară. Oportunitatea unificării monetare depinde de situația lor concretă și de preferințele lor, de importanța pe care fiecare țară o asociază fiecărui avantaj și cost. Totuși, se poate constata că studiile realizate de diferiți autori în perioada anilor '80-'90 tind să demonstreze că avantajele participării la o uniune monetară cresc în timp, deoarece unele criterii de optimalitate a zonelor monetare sunt endogene (Frankel și Rose, 1997), iar pe de altă parte costurile asociate uniunilor monetare nu sunt foarte importante.

Principalele avantaje ale unei uniuni monetare sunt:

- Reducerea costurilor de tranzacție, a costurilor de informare și a costurilor de conversie (Maes⁴⁹, 1992; Goodhart, 1995⁵⁰; Devoluy, 1998; Kauffmann, 1999);
- Simplificarea contabilității și gestiunii financiare a firmelor care operează în mai multe țări aparținând uniunii monetare (Kauffmann, 1999);
- Creșterea transparenței prețurilor și reducerea posibilităților de discriminare prin preț (Maes, 1992; Kauffmann, 1999; Mongelli, 2002);
- Reducerea incertitudinii (provocate de volatilitatea cursurilor de schimb) și în acest fel încurajarea schimburilor internaționale, a investițiilor și a alocării eficiente a resurselor (Goodhart, 1995; Devoluy, 1998; Kauffmann, 1999; Mongelli, 2002);
- Câștiguri de eficiență legate de comerț și de mișcarea capitalurilor (Goodhart, 1995);
- O monedă unică mai puternică decât monedele naționale pe care le înlocuiește (Maes, 1992; Goodhart, 1995; Devoluy, 1998; Mongelli, 2002);
- Câștiguri legate de gestiunea comună a rezervelor – dispariția datoriilor dintre țări și a rezervelor valutare necesare pentru a le acoperi (Devoluy, 1998);
- Creșterea transparenței pe piețele financiare și favorizarea dezvoltării acestora (Mongelli, 2002);
- Creșterea stabilității macroeconomice – creșterea stabilității prețurilor, accesul la piețe financiare mai mari și mai transparente, accesul sporit la finanțare pe piețe internaționale (Mongelli, 2002);
- Beneficii în termeni de credibilitate pentru țările care au înregistrat rate ridicate ale inflației înainte de participarea la uniunea monetară (Maes, 1992; Weimann, 2002; Mongelli, 2002);
- Câștiguri rezultate din dreptul e a încasa o parte din senioriajul uniunii monetare (Mongelli, 2002);
- Nevoi mai reduse de rezerve internaționale (Mongelli, 2002);
- Simplificarea procesului de coordonare la nivel internațional (Mongelli, 2002);
- Avantajul de a face parte dintr-o economie relativ autarhică – o economie diversificată și relativ închisă, capabilă să absoarbă șocurile externe mai ușor decât o economie mai mică, mai deschisă și mai puțin diversificată (Tavlas⁵¹, 1997);
- Reducerea probabilității atacurilor speculative asupra monedei unice, deoarece piața pentru această monedă va fi mai mare (Weimann, 2002; Fukuda, 2002).

⁴⁹ Citat de Parlamentul European (1998)

⁵⁰ În Kenen (1995)

⁵¹ Citat de Parlamentul European (1998)

Principalele costuri implicate de apartenența la o uniune monetară constau în:

- Reducerea numărului de instrumente de politică economică aflate la dispoziția autorităților naționale (Mongelli, 2002);
- Pierderea cursului valutar ca instrument de politică economică (ceea ce ridică problema mecanismelor de ajustare disponibile în cazul unui șoc asimetric) (Devoluy, 1998; Kauffmann, 1999; Weimann, 2002; Fukuda, 2002);
- Pierderea autonomiei politicii monetare și implicit dispariția posibilității de finanțare a datoriei publice prin emisiune monetară (Goodhart, 1995; Devoluy, 1998; Kauffmann, 1999; Weimann, 2002; Fukuda, 2002);
- Pierderea dreptului autorităților naționale de a încasa senioriajul (taxa pe inflație) (Drazen, 1989)⁵²;
- Pierderea controlului asupra modului de gestionare a rezervelor internaționale (Mongelli, 2002);
- Posibila pierdere a autonomiei fiscale, dacă uniunea monetară e însoțită de crearea unui buget federal (Fukuda, 2002);
- Costuri aferente tranziției la moneda unică (costuri tehnice), antrenate de totalitatea modificărilor ce trebuie realizate (Devoluy, 1998; Mongelli, 2002; Fukuda, 2002);
- Pierderea monedei naționale în calitate de simbol al suveranității (Goodhart, 1995);
- Creșterea costurilor administrative, ca urmare a creării unor instituții supranaționale (Mongelli, 2002);
- Costuri psihologice, constând în dificultățile de acomodare a agenților economici cu un nou tip de numerar (Mongelli, 2002);
- Costuri posibile cauzate de stabilirea parității de conversie la un nivel diferit de nivelul de echilibru al cursului de schimb (Mongelli, 2002);
- Posibila agravare a șomajului și a fluctuațiilor pe termen scurt ale producției și ale gradului de ocupare în țările din uniune, care prezintă rigidități mai mari ale prețurilor și salariilor (Mongelli, 2002);
- Posibile efecte negative asupra tuturor membrilor unei uniuni monetare, în cazul în care unul sau mai mulți membri înregistrează deficite bugetare mari sau niveluri înalte ale datoriei publice (Mongelli, 2002);
- Costuri în termeni de reputație, în cazul în care moneda unică nu reușește să câștige încrederea publicului nici măcar în aceeași măsură ca și fostele monede naționale (Mongelli, 2002);
- Creșterea disparităților între regiuni, provocată de intensificarea fluxurilor comerciale și financiare între regiuni (Fukuda, 2002);
- Costuri în termeni de pierdere a competitivității, ca urmare a efectului Balassa-Samuelson (Weimann, 2002).

⁵² În de Cecco și Giovannini (1989), p.13

Emerson (1992)⁵³ demonstrează că, pe termen lung, politica monetară nu poate contribui la creșterea gradului de ocupare, deoarece există un nivel natural al șomajului către care tinde economia; prin urmare, politica monetară ar trebui să aibă ca unic obiectiv stabilitatea prețurilor și, în acest caz, nu mai contează dacă politica monetară este națională sau comună, la nivelul uniunii monetare. În plus, dacă se acceptă ideea că singurul obiectiv al politicii monetare trebuie să fie stabilitatea prețurilor, atunci nici pierderea dreptului de a încasa senioriajul nu mai poate fi considerată un cost (Mongelli, 2002). Astfel, pierderea autonomiei politicii monetare nu constituie un cost însemnat al aderării la o zonă monetară, ci dimpotrivă, poate constitui un avantaj pentru țările în care încrederea publicului în capacitatea autorităților monetare de a menține inflația sub control este scăzută (erodată de ratele înalte ale inflației înregistrate în perioadele anterioare) (Giavazzi și Giovannini, 1989)⁵⁴.

Dacă flexibilitatea cursului de schimb nu poate asigura echilibrului extern, renunțarea la o politică valutară proprie nu reprezintă nici ea un cost important. Flexibilitatea cursului de schimb poate fi un bun mecanism de ajustare în caz de șocuri asimetrice și dacă există restricții ale mișcărilor de capitaluri, dar nu și în contextul liberei circulații a capitalurilor, caracteristică țărilor europene (Parlamentul European, 1998).

Ricci (1997) arată că avantajele nete ale participării unei țări la o uniune monetară sunt favorizate de un grad ridicat de corelație a șocurilor reale între țări, de nivelul de ajustare permis de instrumentele fiscale și de mobilitatea forței de muncă, de performanțe anterioare slabe în domeniul stabilității prețurilor, de variabilitatea șocurilor monetare interne și de măsura în care aderarea la uniunea monetară reduce ineficiența. Aceleași avantaje nete sunt influențate negativ de variabilitatea șocurilor reale interne, de variabilitatea șocurilor monetare externe și de gradul de corelare a șocurilor monetare între țări.

McKinnon (2001) afirmă că există doar două motive pentru care o țară ar trebui să nu participe un standard monetar comun⁵⁵ cu partenerii săi comerciali: dacă situația finanțelor sale publice este slabă, sau dacă nu există standarde monetare suficient de stabile.

⁵³ Citat de Mongelli (2002)

⁵⁴ Citat de Mongelli (2002)

⁵⁵ Un standard monetar comun este definit ca un mecanism de cursuri fixe, ce se bucură de un grad ridicat de credibilitate, dar în care monedele naționale rămân în circulație.

3.1.3. Analiza Uniunii Europene prin prisma teoriei zonelor monetare optime

Conform criteriului lui Mundell, UE nu poate fi o ZMO, din cauza imobilității forței de muncă; comparativ cu SUA sau cu Canada, mobilitatea forței de muncă este mult mai redusă în UE, chiar și în interiorul fiecărui stat membru. Cu toate acestea, trebuie precizat că Mundell este unul dintre susținătorii unificării monetare europene, fiind supranumit „părintele euro”⁵⁶. Mai mult chiar, Mundell este unul dintre autorii care consideră că monedele naționale reprezintă un impediment pentru dezvoltarea economică la nivel mondial, o formă de „barbarism”, cum spunea Mill⁵⁷, autor pe care Mundell îl citează în lucrarea sa referitoare la teoria ZMO din 1961.

Analizată prin prisma criteriilor ZMO, UE se caracterizează prin *mobilitatea ridicată a capitalului*, inclusiv un anumit grad de integrare reală a piețelor de capital, *diversificarea producției*, *deschidere comercială* și *similaritatea ratelor inflației*, dar și o *mobilitate redusă a forței de muncă* și o *flexibilitate redusă a prețurilor și a salariilor*. Până în prezent majoritatea șocurilor cu care s-a confruntat UE au fost simetrice (excepție făcând unificarea Germaniei), dar adâncirea specializării, consecință a pieței unice, crește probabilitatea apariției șocurilor asimetrice în viitor.

Studiile realizate de *Fatàs (1997)* privind corelarea ciclurilor economice în cadrul UE au arătat că, în perioada 1966-1992, acestea au fost corelate pozitiv, cu o singură excepție (Marea Britanie). O concluzie interesantă este aceea că, în timp, corelarea ciclurilor economice între țări a crescut, iar corelarea interregională din interiorul țărilor a scăzut; astfel, importanța granițelor naționale s-a redus, principalele cauze fiind adâncirea integrării economice și o mai bună coordonare a politicilor economice.

În ansamblu, se poate aprecia că UE îndeplinește anumite criterii stabilite de teoria ZMO, dar în comparație cu SUA sau cu Canada, UE are mult mai puține premize pentru a deveni o zonă monetară optimă. În plus lipsa unui federalism bugetar este văzută ca o

⁵⁶ Deja la începutul anilor '70, Mundell propunea adoptarea unor cursuri fixe în țările europene, în raport cu moneda uneia dintre aceste țări, cum ar fi lira sterlină (în articolul *A Plan for a European Currency* prezentat în 1973 la Madrid).

⁵⁷ „So much of barbarism, however, still remains in the transactions of most civilised nations by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own”.

amenințare, deoarece transferurile bugetare sunt considerate unul din cele mai bune mecanisme de ajustare, iar în cadrul UE acesta lipsește.

Chiar dacă UE nu constituie o ZMO, aceasta poate fi totuși o zonă monetară viabilă (*Cesarano, 1985 și 1992*). În plus, conform unor studii, nici SUA nu sunt o ZMO⁵⁸, dar funcționează fără probleme ca uniune monetară (*Kouparitsas, 2001*).

Deja în 1990 Comisia Europeană declara că știe că țările care vor forma zona euro nu constituie încă o ZMO, dar că integrarea economică și monetară vor transforma zona euro într-o ZMO. *Frankel și Rose (1997)* demonstrează că o parte din criteriile utilizate de teoria ZMO sunt endogene⁵⁹, susținând că, din această cauză, comparația UE înainte de unificarea monetară cu SUA și, respectiv, cu Canada, după unificarea monetară, își pierde sensul. Evaluarea șanselor de reușită a UEM și a efectelor sale asupra țărilor participante nu poate fi corect făcută pornind de la situația din trecut a acestor țări, deoarece structura acestor economii va suferi schimbări importante după intrarea în UEM.

O monedă unică presupune, într-adevăr, pierderea definitivă a autonomiei politicii monetare naționale, care în fapt dispare, fiind înlocuită de o politică monetară comună. În cazul UE, a fost însă doar o consacrare a unei stări de fapt, provocată de liberalizarea mișcărilor de capital. Unificarea monetară ar trebui să redea autorității monetare comunitare o liberare de gestiune a cursului valutar, libertate pe care țările membre considerate individual o pierduseră (*Tutin, 1997*)⁶⁰.

Eichengreen (1997) construiește un model de analiză a unei uniuni monetare, luând în considerare trei criterii: sincronizarea ciclurilor economice, importanța comerțului exterior cu țările partenere și un indicator de mărime a economiilor naționale analizate. Utilizarea acestui model a permis gruparea statelor membre ale UE în trei grupuri: țări bine pregătite

⁵⁸ Conform *Vinhas de Souza (2003)*, deși SUA sunt o uniune monetară încă din 1788, ele pot fi considerate o ZMO eventual doar după 1930.

⁵⁹ Dezvoltarea comerțului între țările membre ale UE favorizează sincronizarea ciclurilor economice și, deci, reduce probabilitatea apariției șocurilor asimetrice, dar favorizează în același timp și adâncirea specializării, ceea ce crește probabilitatea apariției unor șocuri asimetrice; teoretic, efectele integrării economice sunt ambigue, însă datele empirice analizate de cei doi autori arată în mod clar că odată cu creșterea gradului de integrare economică crește și gradul de sincronizare al ciclurilor economice – prin urmare se poate presupune că în viitor, participând la UEM, țările membre ale UE vor realiza un grad și mai ridicat de sincronizare a ciclurilor lor economice, fiind mai probabil ca ele să îndeplinească criteriile de intrare în UEM „ex post” decât „ex ante” (*Frankel și Rose, 1997*).

⁶⁰ În volumul editat de grupul „Appel des économistes pour sortir de la pensée unique” (1997), p.23

pentru a participa la UEM (Austria, Belgia, Olanda, Irlanda), țări care prezentau o tendință de convergență spre UEM (Marea Britanie, Danemarca, Finlanda, Franța) și țări în care tendința de convergență spre UEM era foarte scăzută (Italia, Grecia, Portugalia, Spania). Rezultatele obținute de Eichengreen sunt similare cu rezultatele obținute prin evaluarea țărilor în funcție de criteriile stabilite la Maastricht, cu o singură excepție: Franța⁶¹. O altă concluzie a lui Eichengreen este că între integrarea economică și integrarea monetară există o relație simbiotică: țările pentru care crearea pieței unice a determinat creșteri însemnate ale comerțului exterior sunt și țările cel mai bine pregătite pentru integrarea monetară (pentru participarea la UEM); deci, se poate spune că integrarea economică a favorizat pregătirea țărilor europene pentru integrarea monetară; în sens invers, se știe că stabilitatea cursurilor valutare încurajează dezvoltarea comerțului internațional, iar în cazul UE integrarea monetară, sub forma SME, a favorizat într-adevăr realizarea integrării economice. Aceste concluzii susțin ideea că UEM și piața unică pot constitui un cerc virtuos, care să ducă la adâncirea integrării economice și monetare în UE.

O analiză interesantă a deciziei UE de a constitui o uniune monetară este realizată de *Kauffmann (1999)*, pornind de la *triunghiul incompatibilităților*. În UE, exista încă din 1991 o perfectă mobilitate a capitalurilor, la care europenii nu voiau să renunțe – sugestia de introducere a unei taxe Tobin⁶² asupra investițiilor, care să descurajeze operațiunile speculative a fost primită cu multă ostilitate de țările membre UE, deși în opinia unor economiști (Eichengreen, 1997) aceasta ar fi fost cea mai bună soluție. Păstrând perfectă mobilitate a capitalurilor, UE avea de ales între două variante: cursuri flexibile sau unificare monetară. Flotarea cursului valutar prezintă unele dezavantaje (risc valutar, incertitudine), cu atât mai mari cu cât UE funcționează ca o piață unică; pe de altă parte, principalul avantaj teoretic al flotării cursului valutar (asigurarea automată a echilibrului extern) nu a

⁶¹ O contribuție importantă la obținerea acestui rezultat o are dimensiunea mare a Franței și modul în care Eichengreen privește UEM, considerând-o echivalentă cu o ancorare a celorlalte monede naționale față de marca germană. Ori, în realitate, unificarea monetară europeană a presupus apariția unei noi monede, emisă și gestionată de o bancă centrală comună, care ține cont de interesele tuturor țărilor participante, și nu adoptarea mărcii germane, gestionată de Bundesbank. Probabil că adoptarea mărcii germane nu ar fi fost avantajoasă pentru Franța, însă adoptarea euro nu implică aceleași dezavantaje.

⁶² Taxa Tobin este o taxă procentuală de maxim 1% impusă asupra tranzacțiilor pe piețele de capital; ea este neesențială pentru investițiile pe termen lung și nu are un efect descurajator, dar afectează puternic investițiile pe termen scurt – după cum se știe, operațiunile speculative sunt prin excelență operațiuni pe termen scurt și foarte scurt, și prin urmare acestea vor fi puternic descurajate.

fost confirmat de studiile empirice – practica a demonstrat că și în cazul flotării cursurilor valutare dezechilibrele persistă, o monedă putând fi durabil supraevaluată sau subevaluată. Prin urmare, se poate aprecia că adoptarea unor cursuri valutare flexibile ar fi inoportună în cazul UE. *Prin excludere, uniunea monetară rămâne cea mai bună soluție pentru UE.*

Euro a apărut astfel ca o alegere naturală în condițiile integrării piețelor financiare europene. În plus, euro prezintă avantajul reducerii asimetriei politicii monetare în țările membre. Deoarece aceste țări urmau practic politica Bundesbank și renunțaseră deja „de facto” la autonomia politicii monetare, politica monetară unică prezintă avantajul luării în considerare a intereselor tuturor membrilor, spre deosebire de o politică monetară națională copiată și de alte țări. (Kauffmann, 1999).

Țărilor care formează în prezent zona euro le-au trebuit câteva decade pentru a ajunge la un grad suficient de ridicat de integrare economică înainte de a crea BCE și o monedă comună credibilă. Acum însă, când euro există și reprezintă un standard monetar european stabil, țările mai mici din Europa Centrală și de Est au o motivație mult mai puternică de a participa la UEM (McKinnon, 2001).

3.1.4. Studii empirice pe cazul țărilor din Europa Centrală și de Est

După deschiderea negocierilor de aderare a țărilor ECE la UE au apărut numeroase studii care încercă să aplice teoria ZMO la situația țărilor ECE.

Kopits (1999) estimează că avantajele rezultate din participarea la zona euro pentru țările ECE sunt mai mari decât costurile implicate; din cauza endogeneității unor criterii de optimalitate a zonelor monetare, este de așteptat ca pentru țările ECE avantajele nete să crească pe termen mediu. Într-un studiu realizat de *Bank of England (2000)* se arată că țările ECE au caracteristici care le avantajează din punct de vedere al participării la UEM (sunt economii mici, deschise, puternic integrate cu țările membre ale UE, iar probabilitatea de apariție a unor șocuri asimetrice în raport cu UE este scăzută).

Fidrmuc (2001) aplică teoria ZMO la o zonă euro extinsă, formată din UE și țările ECE candidate. Autorul constată că legăturile comerciale între aceste țări s-au intensificat, iar sincronizarea ciclului economic a crescut (tendință evidentă în Ungaria, Slovenia și Polonia, a căror ciclu economic este puternic corelat cu cel al Germaniei, începând cu 1993). Economiiile țărilor ECE sunt foarte deschise și, din acest motiv, țările ECE ar avea mult de câștigat din participarea la UEM.

Roovers (2001) analizează perspectivele țărilor ECE de a intra în zone euro; sunt evaluate avantajele rezultate din intensificarea schimburilor comerciale, costurile rezultate din structurile economice diferite și capacitatea țărilor de a compensa aceste costuri prin flexibilitatea pieței. Cu excepția Poloniei și României, țările ECE prezintă un grad mai ridicat de deschidere economică decât statele membre ale UE. Ungaria, Republica Cehă și Slovenia par cele mai bune candidate pentru o uniune monetară cu țările din zona euro. *Schweickert (2001)* calculează costurile și avantajele aderării la UEM pentru țările ECE și pentru un grup de referință format din Grecia, Irlanda, Spania și Portugalia. Rezultatele studiului arată că avantajele nete sunt mai mari pentru Slovenia și pentru țările baltice decât pentru țările din grupul de referință; pentru celelalte țări ECE, avantajele nete sunt comparabile cu cele ale Greciei, România fiind singura țară pentru care avantajele nete sunt mai reduse decât cele ale Greciei.

Într-un studiu realizat de *Weimann (2002)*, se compară datele din țările ECE candidate la aderare (cu excepția Estoniei) pentru perioada 1996-2001 cu cele din țările membre ale zonei euro (cu excepția Irlandei) pentru perioada 1990-1995. Se arată că aderarea la UEM va avea costuri reduse pentru Ungaria, Lituania, Polonia, Letonia și Slovenia; Bulgaria, Republica Cehă și Slovacia pot fi considerate și ele candidate bune pentru zona euro. Singura țară pentru care nu e evident că avantajele aderării la UEM ar fi mai mari decât costurile este România. *Boreiko (2002)* analizează gradul de pregătire a țărilor ECE pentru aderarea la UEM, atât prin prisma criteriilor de convergență, cât și prin prisma criteriilor teoriei ZMO. Analiza datelor din perioada 1997-2001 permite autorului să împartă țările ECE în două grupuri: un prim grup, mai avansat, format din Polonia, Republica Cehă, Estonia, Slovenia, Ungaria, Letonia și Slovacia, și un al doilea grup, cu performanțe mult mai slabe, compus din Lituania, Bulgaria și România.

De Grawe (2002) analizează posibilitățile de extindere a UEM prin prisma teoriei ZMO și arată că, în cazul extinderii zonei euro, membri inițiali ai acesteia vor trebui să aștepte mai mult timp până când UEM va deveni o ZMO. Dacă zona euro formată din cei 12 membri actuali va fi o ZMO în momentul extinderii, aderarea noilor membri va schimba această situație.

Horváth (2003) arată că țările ECE au o motivație mult mai mare de a participa la zona euro, decât motivația țărilor membre ale UEM de a accepta noi membri în zona euro: în timp ce noile state membre înregistrează costuri mai reduse în comerțul cu toate statele membre ale UEM (principalii lor parteneri comerciali), acestea din urmă înregistrează câștiguri doar în comerțul cu noile state membre (care nu reprezintă decât o mică parte din

comerțul lor exterior). De altfel, pozițiile adoptate de reprezentanții țărilor ECE și de reprezentanții UEM cu privire la momentul aderării țărilor ECE la zona euro reflectă în mod clar această diferență.

Van de Coevering (2003) analizează membrii actuali ai zonei euro și cele 12 țări candidate la aderare și arată că țările ECE prezintă un grad ridicat de deschidere a economiei, un nivel scăzut de mobilitate a forței de muncă (dar nu mai scăzut decât în țările membre ale UEM). Concluzia autorului este că dacă uniunea monetară poate fi considerată optimă pentru țările membre, atunci amânarea aderării țărilor ECE la zona euro nu este justificată.

O analiză pe componente principale (*Boulhol și Meunier, 2003*) realizată pe 25 de țări (țările membre ale UE și cele 10 țări ECE candidate) arată că în funcție de evoluția a numeroase variabile (grupate în patru categorii: asimetrie, stabilizare nemonetară, transmiterea politicii monetare, dezvoltare), aceste țări pot fi împărțite în patru grupuri: cele țări membre ale UE, țările din Europa Centrală (Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia), țările baltice (Estonia, Letonia și Lituania) și un al patrulea grup, format din Bulgaria și România. Cele 25 de țări analizate nu formează, așadar, un grup omogen. Principala axă care separă țările ECE de UE (și care explică 51% din varianță) este axa de dezvoltare și de sănătate financiară. Autorii calculează inclusiv o „notație ZMO” și un „indice ZMO” pentru țările analizate, arătând că, din punct de vedere al teoriei ZMO, unele țări ECE (Slovenia, Republica Cehă și Ungaria) aveau o situație mai bună decât Grecia, țară membră a UEM. Principalele avantaje ale țărilor ECE sunt gradul ridicat de deschidere comercială, independența băncii centrale, un sistem bancar internaționalizat și o situație sustenabilă a datoriei publice. În plus, acest studiu relevă caracterul endogen al criteriilor zonelor monetare.

Artus (2003) afirmă că țările ECE nu îndeplinesc condițiile necesare pentru a forma o uniune monetară cu țările membre ale zonei euro, deoarece mobilitatea forței de muncă este redusă în aceste țări, iar probabilitatea de apariție a șocurilor asimetrice este importantă; ca un punct pozitiv, se remarcă similaritatea ciclurilor economice în țările ECE și în țările din zona euro. *Vinhas de Souza (2003)* arată că țările ECE nu formează „ex-ante” o ZMO cu țările membre ale zonei euro, dar nici acestea din urmă, considerate separat, nu alcătuiesc o ZMO și totuși zona euro a fost creată în 1999 și extinsă în 2001 prin includerea Greciei, până în prezent neînregistrându-se probleme importante.

Deutsche Bank Research (2004) analizează țările ECE care urmau să devină membre ale UE în mai 2004 prin prisma criteriilor teoriei ZMO. Se arată că Ungaria,

Slovenia și Letonia ar avea de câștigat din adoptarea cât mai rapidă a euro, în timp ce pentru celelalte țări ECE (îndeosebi pentru Republica Cehă și pentru Polonia) ar fi preferabil să amâne aderarea la UEM, avantajele nete ale acestor țări asociate aderării la UEM fiind în prezent cu mult sub media celor opt țări analizate.

Există și o serie de studii specifice, realizate pentru o singură țară ECE. Astfel, Csajbók și Csermely (2002) evaluează costurile și avantajele participării la zona euro pentru Ungaria, Komárek, Čech și Horváth (2003) pentru Republica Cehă, Borowski⁶³ (2003) pentru Polonia etc.

3.2. FACTORII DETERMINANȚI AI ALEGERII REGIMULUI DE CURS VALUTAR

În esență, regimurile de curs valutar pot fi împărțite în regimuri fixe, regimuri flexibile și regimuri intermediare. Fiecare tip de regim de curs valutar are anumite avantaje și dezavantaje, iar alegerea regimului optim de curs valutar pentru o țară nu este o sarcină ușoară, deoarece „nici un regim de curs valutar nu este potrivit pentru toate țările și pentru toate perioadele de timp”⁶⁴. Perspectivile aderării țărilor ECE la UEM au adus în centrul dezbaterilor subiectul regimului de curs valutar potrivit pentru aceste țări, pentru a le asigura o tranziție lină către moneda unică.

3.2.1. Principalele regimuri de curs valutar

O primă clasificare a regimurilor de curs valutar permite împărțirea acestora în regimuri fixe și regimuri flexibile, fiecare din aceste tipuri prezentând atât avantaje cât și dezavantaje. În funcție de importanța asociată de autorități fiecărui avantaj și fiecărui dezavantaj este ales un regim de curs valutar sau altul. Deoarece necesitățile și preferințele diferitelor țări sunt diferite și, în plus, acestea evoluează și se modifică în timp, în practică au apărut numeroase tipuri de regimuri de curs valutar: fixe, flexibile, dar și forme intermediare,

⁶³ În Oesterreichische Nationalbank (2003), *Focus on Transition*, nr.1/2003

⁶⁴ „no single currency regime is right for all countries at all times” (Frankel, 1999);

prin intermediul cărora autoritățile încearcă să cumuleze avantajele regimurilor fixe și flexibile.

<p style="text-align: center;">Principalele avantaje ale regimurilor fixe:</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • disciplină monetară, deoarece împiedică finanțarea monetară a deficitelor bugetare; • stabilitatea cursului de schimb nominal și prin urmare diminuarea riscului valutar în tranzacțiile internaționale și pentru investitorii străini; • coordonarea deciziilor; • reducerea costului de acces pe piețele financiare internaționale; • reducerea ratelor dobânzii, ca urmare a diminuării diferențialului ratelor dobânzii față de țările partenere (față de care se menține un curs de schimb fix); • facilitarea dezinflația; • diminuarea impactul șocurilor monetare; <p style="text-align: center;">Principalele inconveniente ale regimurilor fixe</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • implementarea unei politici monetare autonome este dificilă; • asimetria care apare între monede atunci când există o monedă de referință; • riscuri însemnate de apariție a unor atacuri speculative; • riscuri importante de apreciere reală a cursului de schimb, cu efecte negative asupra competitivității externe și asupra situației contului curent; <p>Sursa: Aubin și Norel (2000) și Poirson (2001)</p>	<p style="text-align: center;">Principalele avantaje ale regimurilor flexibile:</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • posibilitatea practicării unei politici monetare autonome; • simetria monedelor; • posibilități mai reduse de atacuri speculative; • cursul valutar acționează ca un stabilizator automat, diminuând impactul șocurilor externe și a șocurilor reale; • diminuarea sau eliminarea impactului inflației asupra competitivității externe; <p style="text-align: center;">Principalele inconveniente ale regimurilor flexibile</p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> • absența disciplinei monetare; • instabilitatea cursului de schimb nominal, cu efecte negative asupra tranzacțiilor comerciale și financiare; • lipsa coordonării între diferite autorități monetare; • caracterul adesea destabilizator al atacurilor speculative (în realitate, contrar teoriei); • autonomia monetară adesea iluzorie; • sursă de inflație importată; • sursă de instabilitate regională, în caz de depreciere competitivă; • posibila amânare a reformelor structurale necesare.
--	--

FMI clasifică regimurile de curs valutar practicate de statele membre în opt categorii⁶⁵:

1. dolarizare, euroizare (absența unei monede naționale proprii);
2. consiliu monetar (currency board) (curs de schimb fix în raport cu o altă monedă⁶⁶, moneda națională aflată în circulație fiind acoperită integral de rezervele internaționale);
3. ancorare rigidă convențională (fixed peg) (curs fix, sau cu o bandă de fluctuație de maxim $\pm 1\%$);
4. bandă orizontală de fluctuație (horizontal band) (existența unui curs pivot și a unei benzi de fluctuație mai largi de $\pm 1\%$);
5. ancorare glisantă (crawling-peg) (ancorare rigidă pentru care cursul pivot se modifică periodic cu o rată fixă sau preanunțată, în funcție de evoluția anumitor indicatori);
6. bandă glisantă de fluctuație (crawling-band) (regim ce combină o ancorare glisantă cu o bandă de fluctuație mai largă de $\pm 1\%$);
7. flotare controlată (managed float) (intervenții active, dar în absența unui nivel preanunțat al cursului de schimb);
8. flotare liberă (free float) (când cursul de schimb se formează liber pe piața valutară, în funcție de cerere și de ofertă, iar politica monetară și politica de schimb sunt independente).

În contextul liberalizării mișcărilor de capitaluri la nivel mondial, numeroși autori au afirmat că doar două tipuri de regimuri de curs valutar vor rezista în timp: regimurile foarte fixe, tip consiliu monetar sau uniune monetară și regimurile flexibile, de tipul flotării

⁶⁵ Înainte de 1999, se folosea o clasificare mai simplă, bazată pe împărțirea regimurilor de curs valutar în regimuri fixe (primele două categorii din clasificarea actuală), flexibile (ultimele două categorii), și intermediare (ancorare rigidă convențională, benzi de fluctuație, ancorare glisantă, benzi de fluctuație glisante).

⁶⁶ O propunere inovatoare, dar încă neîntâlnită în practică, este cea de creare a unui consiliu monetar dual, bazat pe două monede de rezervă, care ar funcționa în mod similar cu sistemul bimetalist aur-argint. Schimbarea ancorei de la o monedă de rezervă la alta s-ar realiza automat, de către forțele pieței, atunci când moneda utilizată până atunci se apreciază peste anumite limite. În acest fel se estimează că ar putea fi ameliorată competitivitatea externă pe termen mediu. Apariția euro creează premise favorabile pentru crearea unor consilii monetare duale, deoarece oferă o a doua monedă internațională puternică, relativ comparabilă cu dolarul american. (Oppers, 2000)

libere (Buiter și Grafe, 2002). S-a format astfel un curent de gândire cunoscut sub denumirea de „*viziune bipolară*” a regimurilor de curs valutar (bipolar view), regimurile propuse de fiind denumite soluții extreme, „de colț” (corner solutions)⁶⁷.

Recent, mai multe studii (unele realizate chiar de foști susținători ai viziunii bipolare) au demonstrat că regimurile intermediare nu sunt pe cale de dispariție. Frankel (1999) arată că de multe ori un regim intermediar va fi preferabil unei soluții extreme. Masson (2000) testează ipoteza dispariției regimurilor intermediare și ajunge la concluzia că acestea vor continua să existe și vor reprezenta și în viitor o parte importantă din totalul regimurilor de curs valutar; în același studiu, se arată că regimurile fixe sunt regimuri absorbante, de obicei neexistând clauze de ieșire dintr-un astfel de regim. Fischer (2001) recunoaște că susținătorii viziunii bipolare au exagerat, susținând că afirmația corectă ar fi că, în țările în care capitalurile circulă liber, ancorarea nominală a monedei naționale nu este sustenabilă, decât dacă este foarte rigidă, dar că există o varietate de regimuri flexibile posibile. Bénassy-Quéré și Coeuré (2002) arată că rareori un model teoretic de alegere a regimului de curs valutar va indica drept soluție optimă adoptarea unui regim extrem de fix sau extrem de flexibil; de cele mai multe ori, soluția optimă este un regim intermediar.

Bordo (2003) afirmă că regimurile intermediare vor continua să existe, acestea fiind necesare țărilor în curs de dezvoltare, care nu au un sistem financiar suficient de dezvoltat pentru a-și permite un regim de flotare liberă. Analiza evoluției și performanțelor regimurilor de curs valutar realizată de Rogoff, Husain, Mody, Brooks și Oomes (2003) nu găsește nici un argument care să susțină viabilitatea „viziunii bipolare”. Autorii arată că odată cu dezvoltarea sistemului financiar, o țară tinde să treacă de la un regim fix către unul flexibil, însă nu în mod direct, ci inevitabil prin trecerea într-o primă fază la un regim intermediar; abia într-o fază ulterioară se va trece la un regim flexibil și, adesea, această trecere este inițial doar „de jure”, deoarece, pentru a învinge „teama de flotare”, țările au nevoie de timp pentru a „învăța să floteze”⁶⁸.

⁶⁷ Denumirea are la bază faptul că cele două soluții considerate viabile se găsesc în două unghiuri (colțuri) ale triunghiului incompatibilităților, iar tendința de liberalizare a mișcărilor de capitaluri la nivel mondial împinge țările spre unul aceste două colțuri: cursuri de schimb flexibile, în cazul în care se dorește implementarea unei politici monetare autonome sau cursuri de schimb fixe, dacă se renunță la autonomia politicii monetare.

⁶⁸ „Case studies from middleincome countries with open capital accounts show that the “fear of floating” can be overcome by “learning to float.” (p.54)

Formele concrete ale regimurilor intermediare (soft pegs) sunt numeroase și, de cele mai multe ori, prin utilizarea acestor regimuri se vizează ancorarea reală a cursului de schimb (cursul de schimb nominal se stabilește în așa fel încât cursul de schimb real să rămână cât mai apropiat de nivelul considerat de echilibru). Dintre numeroasele forme de regimuri intermediare, literatura de specialitate a acordat o atenție deosebită *zonelor țintă*.

O zonă țintă este un compromis între cursuri fixe și cursuri flexibile, fiind practic o zonă – o bandă de fluctuație prestabilită – în care cursul de schimb fluctuează liber: cât timp cursul valutar se menține în interiorul limitelor stabilite, autoritățile nu intervin, și se pot concentra asupra altor probleme; când limitele au fost atinse, banca centrală intervine pentru readucerea cursului în interiorul intervalului stabilit (Krugman și Miller, 1992: p.18). Zonele țintă au capacitate ciudată de a stabiliza a priori cursul valutar: autoritățile permit operațiunile speculative, dar le canalizează într-o manieră suplă și discretă, iar pe de altă parte, existența unui curs pivot polarizează anticipațiile (Aubin și Norel, 2000: 314). În practică, intervenția băncii centrale pentru a susține cursul valutar, atunci când acesta depășește limitele benzii, este limitată de rezervele sale, de resursele deținute. Atunci când aceste resurse sunt limitate (și aceasta este cel mai frecvent situația), zona țintă ar putea la un moment dat să nu mai poată fi menținută. O astfel de zonă țintă are implicații diferite comparativ cu o zonă țintă perfect credibilă.

De multe ori regimul „de facto” este diferit de regimul „de jure”, în sensul că țările declară în mod oficial că au adoptat un anumit tip de regim de curs valutar, dar comportamentul autorităților nu este compatibil cu regimul declarat, acestea încercând în realitate să extindă sau să limiteze flexibilitatea regimului „de jure”.

Analizând un grup de 39 de țări, pentru o perioadă de aproape treizeci de ani (1970-1999), *Calvo și Reinhart (2002)* arată că multe țări, care declară oficial că au adoptat un regim de curs valutar flexibil, manifestă, în realitate, o „teamă de flotare” (fear of floating), încercând să mărească stabilitatea cursului de schimb prin intermediul politicii de dobânzi și prin intervenții masive pe piața valutară.

Reinhart și Rogoff (2002) propun o nouă clasificare „de facto” a regimurilor de curs valutar adoptate de țările membre ale FMI. Analiza cuprinde 153 de țări, o perioadă de peste 50 de ani (1946-2001) și se referă la cursul de schimb de pe piață (chiar de pe piețele neoficiale, care au cunoscut o largă dezvoltare în perioada de analiză). Autorii propun și o nouă categorie de regimuri de curs valutar: cele de „cădere liberă” (free falling) (se arată că în situația în care rata anuală a inflației depășește 40%, în economie se manifestă dezechilibre majore și, în acest caz, regimul de curs valutar nu poate fi considerat unul

flexibil, de flotare liberă, variația cursului fiind provocată de inflație, nu de oferta și cererea de pe piață). Concluziile acestui studiu indică existența unor *diferențe mari între regimul „de jure” și cel „de facto”*: astfel, flotarea era o practică larg răspândită în perioada sistemului monetar internațional de la Bretton Woods; 45% din regimurile considerate fixe (bazate pe ancorarea nominală a monedei), după 1970, erau, de fapt, regimuri mult mai flexibile (de tip flotare controlată, flotare liberă sau „cădere liberă”); 53% din regimurile declarate drept flexibile, de tip flotare controlată, în anii ‘80 și ‘90, erau „de facto” ancorări convenționale sau glisante. În perioada 1970-2001 *cele mai populare regimuri au fost cele bazate pe ancorarea nominală convențională (33%) și cele bazate pe ancorarea glisantă și benzile glisante înguste de fluctuație (26%)*. Acestea din urmă au fost cele mai frecvente în Asia și în America Latină în anii ‘90. Regimurile de „cădere liberă” reprezintă 12,5% din numărul total de observații (41% din numărul de observații referitoare la țările în tranziție în anii ‘90), de trei ori mai mult decât regimurile de flotare liberă (4,5%). Conform acestei clasificări, regimurile flexibile, tip flotare liberă, sunt foarte rare, fiind adoptate exclusiv de țări dezvoltate, iar performanțele lor sunt mult mai bune decât rezultă din utilizarea unei clasificări oficiale (care include monedele „în cădere liberă” în categoria de flotare liberă).

3.2.2. Factorii care determină alegerea regimului de curs valutar

Regimul de schimb ales de o țară trebuie să țină cont de toți factorii specifici acelei țări – gradul de deschidere economică, principalii parteneri comerciali, dimensiunea și structura datoriei externe, gradul de liberalizare a mișcărilor de capital, dimensiunea economiei naționale și performanțele acesteia.

Evoluția cursului valutar al unei monede poate fi evaluată numai în raport cu o altă monedă, de referință. În conformitate cu teoria ZMO, regimul de curs valutar optimal depinde de asimetria ciclurilor economice, de ponderea comerțului intraramură în totalul comerțului bilateral și de dimensiunea economiei naționale analizate în raport cu economia de referință. În general, țările care îndeplinesc criteriile teoriei ZMO au tendința de a adopta regimuri de curs de schimb fixe.

Principalii factori care favorizează adoptarea unui regim de curs valutar fix:

- volatilitate externă (acest factor își pierde din importanță în cazul unei economii foarte deschise) (Edwards, 1996);
- rate înalte de creștere economică înregistrate înainte (Edwards, 1996);
- instabilitate politică (Edwards, 1996);
- posibilitatea impunerii unor restricții asupra mișcărilor de capitaluri (Edwards, 1996);
- dimensiunea redusă a economiei (Poirson, 2001; Wolf, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- deschiderea economiei (Wolf, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- diversificarea aparatului productiv (von Hagen și Zhou, 2002);
- grad ridicat de concentrare geografică și pe produse a comerțului exterior (Wolf, 2001; Mayes, 2002);
- grad redus de integrare financiară (Wolf, 2001);
- preponderența șocurilor monetare (Wolf, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- rate foarte înalte ale inflației (Frankel⁶⁹, 1999; Klyuev, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- credibilitate redusă a autorităților monetare (Wolf, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- existența unei monede care domină plățile externe (Wolf, 2001; Mayes, 2002);
- dorința de integrare mai puternică cu partenerii comerciali (Frankel, 1999);
- utilizarea largă „de facto” a unei monede străine pe teritoriul țării (Frankel, 1999);
- existența unui grad ridicat de disciplină financiară și fiscală (Frankel, 1999);
- corelarea ciclurilor economice cu cea a unei țări, a cărei monedă ar putea servi drept ancoră (Wolf, 2001);

⁶⁹ Citat de Alexander (2000)

Principali factori ce favorizează adoptarea unui regim de curs valutar flexibil:

- nivel redus al rezervelor internaționale (Edwards, 1996; von Hagen și Zhou, 2002);
- un nivel ridicat al PIB/locuitor (Edwards, 1996; Wolf, 2001);
- diversitatea producției și a exporturilor (Poirson, 2001);
- existența unui sistem financiar dezvoltat (von Hagen și Zhou, 2002);
- preponderența șocurilor reale (von Hagen și Zhou, 2002);
- preponderența șocurilor externe (Wolf, 2001);
- liberalizarea mișcărilor de capitaluri (Caramazza și Aziz, 1998; Poirson, 2001; von Hagen și Zhou, 2002);
- o situație nesustenabilă a finanțelor publice (von Hagen și Zhou, 2002);
- rate ridicate ale inflației (Klyuev, 2001; Wolf, 2001);
- instabilitate politică (Wolf, 2001);
- existența unor rigidități importante în economia națională (Wolf, 2001; Mayes, 2002);

Uneori însă influența factorilor menționați este ambiguă, nefiind clar dacă un anumit factor favorizează fixitatea sau flexibilitatea regimului de curs valutar, rezultatele obținute de diferiți autori fiind diferite (spre exemplu diversitatea aparatului productiv, nivelul anterior al ratei inflației, instabilitatea politică).

Von Hagen și Zhou (2002) constată că unii factori (volatilitatea cursului valutar real, rata inflației) își pierd din importanță atunci când țările au adoptat în perioada anterioară un regim fix. Acești autori consideră rezultatul respectiv drept un semnal al încăpățânării țărilor de a urmări stabilitatea cursurilor de schimb, chiar și atunci când condițiile sunt nefavorabile menținerii unui regim de curs valutar fix. Însă, trebuie avut în vedere faptul că ieșirea dintr-un regim de curs valutar fix este destul de dificilă, existând riscul ca piața să interpreteze modificarea regimului drept o dovadă a incapacității autorităților de a menține un regim fix, cu urmări deosebit de negative asupra credibilității autorităților monetare.

În final, decizia de a adopta un anumit tip de regim de curs valutar este una politică. Țările care adoptă un regim fix trebuie să accepte utilizarea politicii monetare pentru a menține cursul de schimb fix și realizarea ajustărilor necesare în caz de șocuri exclusiv prin intermediul politicii fiscale; politica fiscală trebuie să susțină politica monetară, pentru a asigura credibilitatea regimului adoptat. Țările care adoptă un regim flexibil pot implementa o

politica monetară independentă, însă rata inflației va fi cel mai probabil mai ridicată și mai variabilă decât în cazul unui regim fix (Caramazza și Aziz, 1998).

Poirson (2001) arată că unii factori (rata anterioară a inflației, instabilitatea politică, gradul de vulnerabilitate externă, nivelul rezervelor internaționale disponibile și importanța acordată de autorități senioriajului) afectează gradul de flexibilitate a regimului de curs valutar „de jure”, dar sunt neesențiali pentru alegerea regimului „de facto”.

Sum (2002) subliniază importanța factorilor politici în alegerea regimului de curs valutar: confruntat cu incertitudinea electorală, partidul politic aflat la putere va favoriza un anumit regim de curs valutar, urmărind să reducă libertatea de acțiune a oponentilor (în cazul în care este probabil ca aceștia să câștige alegerile), să își faciliteze implementarea programului de guvernare (în cazul în care va câștiga) și să își mărească șansele de realegere.

3.2.3. Alegerea regimului de curs valutar în țările din Europa Centrală și de Est

Klyuev (2001) constată că teoria ZMO nu poate explica diversitatea regimurilor de curs valutar adoptate de țările ECE în anii '90, deoarece acestea sunt țări similare, care ar fi trebuit, conform teoriei, să adopte regimuri similare. Autorul a construit un model în care alegerea regimului de curs valutar tinde să minimizeze o funcție de pierdere ce ia în considerare costurile inflației, costurile aprecierii reale a cursului de schimb și costul schimbării regimului de curs valutar. În mod practic, autoritățile trebuie să aleagă între stabilitatea prețurilor interne și competitivitatea externă. Conform modelului, principalul factor determinant al alegerii regimului de curs valutar este rata inflației: creșterea ratei inflației determină în mod normal trecerea la un regim mai flexibil; când rata anuală a inflației depășește însă o anumită limită (300% în model, 1000% în studiile empirice efectuate), pericolul hiperinflației este perceput ca mult mai grav decât pericolul pierderii competitivității externe, iar în această situație țările vor opta un regim foarte fix. După ce inflația este adusă sub control, se poate remarca o persistență deosebită a regimului de curs valutar.

Von Hagen și Zhou (2002) analizează factorii determinanți ai alegerii regimului de curs valutar în 25 de țări ECE și CSI și identifică drept principali factori rata inflației, diferențialul ratei inflației și disponibilitatea rezervelor internaționale.

Courdet și Yanitch (2002) arată că în țările ECE poate fi observată o succesiune similară a regimurilor de curs valutar: regimuri fixe, pentru a aduce inflația sub control; relaxarea politicii de schimb și adoptarea unor regimuri mai flexibile; revenirea la regimuri de curs valutar mai stabile⁷⁰. Excepție au făcut țările baltice (unde regimurile fixe au funcționat foarte bine, motiv pentru care aceste țări au decis să le mențină până la adoptarea euro) și țările care nu au avut rezerve internaționale suficiente pentru a adopta un regim fix: Bulgaria, România, Slovenia (dintre acestea, Bulgaria a adoptat un consiliu monetar în 1997, când nivelul rezervelor a crescut suficient pentru a permite această opțiune). Țările ECE, care au adoptat în prima fază un regim fix, au reușit să reducă rapid inflația, spre deosebire de țările care au fost nevoite să aleagă alte variante (cum este cazul României).

Nerlich (2002) arată că, în țările ECE, alegerea regimului de curs valutar este puternic influențată de gradul de deschidere a economiei, de nivelul rezervelor internaționale disponibile, de fluxurile de capital și de factori instituționali. Au existat discrepanțe semnificative între regimurile „de jure” și cele „de facto”, însă acestea s-au redus mult în ultimii ani. Astfel, în cazul țărilor ECE, a putut fi observată atât o „teamă de flotare” (fear of floating – Bulgaria, România, Slovacia și Slovenia), cât și o „teamă de ancorare” (fear of pegging – Polonia, înainte de schimbarea regimului de curs valutar în 2000 și Republica Cehă, înainte de schimbarea regimului în 1997). Se mai constată că alegerea unui regim fix sau flexibil nu influențează viteza de realizarea a convergenței nominale sau reale.

Von Hagen și Zhou (2002a) investighează, de asemenea, discrepanțele existente în țările ECE între regimurile de curs valutar „de jure” și cele „de facto” și ajung la concluzii similare. Este identificată atât „teama de flotare” cât și „teama de ancorare”. Autorii citați arată că, în mare parte, aceste discrepanțe apar ca urmare a alegerii greșite a regimului „de jure”.

Numeroase studii realizate pe țările ECE vizează în mod clar alegerea regimului de curs valutar din aceste țări în perspectiva aderării la UEM. Deși există numeroase soluții posibile, compatibile cu participarea la SME II, fiecare țară trebuie să aleagă soluția cea mai potrivită pentru ea, deoarece „multe drumuri duc la UEM, dar pe unele dintre ele călătoria poate fi mai puțin plăcută”⁷¹ (Wolf, 2001)

⁷⁰ Aceleași trei etape sunt identificate și de Nerlich (2002).

⁷¹ „many roads thus lead to EMU, though some may be less pleasant to travel” (p.33)

Wyplosz (2001) evidențiază avantajele regimurilor bazate pe cursuri de schimb fixe, dar ajustabile: autorul admite că aceste regimuri au o durată de viață limitată și, deci, nu trebuie privite ca regimuri permanente, însă consideră că, în calitate de regim de tranziție către o uniune monetară, un astfel de regim se poate dovedi eficient, asigurând stabilitatea cursurilor de schimb. Desigur, realizarea acestei stabilități implică și anumite costuri: renunțarea la autonomia politicii monetare, creșterea probabilității de apariție a unor atacuri speculative în cazul realinierii cursului pivot (cu toate costurile pe care le implică astfel de atacuri speculative), pierderi în termeni de eficiență și de creștere economică în cazul utilizării unor restricții asupra mișcărilor de capitaluri.

Schnabl (2003) afirmă că adoptarea imediată, neoficială, a unui etalon-euro, în țările ECE, ar permite acestora să experimenteze un „miracol” similar celui din țările din Asia de Sud-Est (o creștere economică puternică, asociată cu intensificarea comerțului exterior, inclusiv a comerțului intra-regional), fără a exista riscul apariției crizelor⁷² (cât timp țările respectă standardul și nu trișează – a se vedea exemplul Estoniei, unde ancorarea monedei naționale la marca germană/euro funcționează fără probleme de peste zece ani). Stabilizarea cursului valutar realizată prin adoptarea acestui etalon-euro ar permite țărilor ECE să importe stabilitate macroeconomică (reducerea inflației și un control mai eficient al cheltuielilor publice, deoarece guvernul știe în acest caz că nu poate conta pe finanțarea monetară a deficitelor), ar reduce incertitudinea și ar favoriza astfel comerțul internațional (avantaj foarte important pentru țările ECE, care sunt economii mici, foarte deschise) și ar permite reducerea riscului asociat datoriei externe (în contextul piețelor incomplete de capital, care suferă de ceea ce se numește „păcat originar”, pentru bănci și pentru întreprinderi este imposibil să se acopere împotriva acestui risc, deoarece moneda națională nu este acceptată pe piețele internaționale, dar pentru guvern acest lucru este posibil, prin stabilizarea cursului valutar).

Alte studii (*Bofinger și Wollmerschäuser, 2002; Leonard și Berdot, 2002; Aglietta, Baulant și Moatti, 2002; Bofinger, 2003*) arată că, pentru țările ECE, cea mai bună opțiune în domeniul politicii de schimb ar fi adoptarea unui regim flexibil, care să permită ancorarea reală la euro și ajustarea prin intermediul cursului de schimb în caz de șocuri.

⁷² În opinia autorului, criza din Asia a apărut deoarece cel mai important actor din zonă – Japonia – nu participa la etalonul-dolar adoptat de celelalte țări din zonă; când yenul a început să se deprecieze puternic în raport cu dolarul american, criza a devenit iminentă; țările ECE nu ar avea această problemă, deoarece actorul principal din zonă este UEM, euro este moneda proprie a acestui actor și, deci, UEM nu poate ieși din aranjamentul implicat de adoptarea etalonului-euro.

Bofinger și Wollmerschäuser (2002) pledează în favoarea adoptării, de către țările ECE, a unui regim flexibil, tip flotare controlată, arătând că acesta este perfect compatibil cu regulile SME II. *Bofinger (2003)* arată că, pentru țările ECE, nu se justifică adoptarea unor soluții extreme („de colț”), deoarece analiza performanțelor acestor țări în ultimii ani evidențiază performanțe foarte bune ale țărilor care au adoptat regimuri intermediare, cel mai clar exemplu în acest sens fiind Slovenia.

Leonard și Berdot (2002) subliniază faptul că cerința de stabilitate a cursului de schimb nu trebuie în nici un caz interpretată ca o cerință de rigiditate.

Aglietta, Baulant și Moatti (2002) sugerează ca regim optim de curs valutar pentru țările ECE un regim intermediar, care să poată simula funcționarea SME II (în acest fel țările ECE și-ar putea evalua gradul de pregătire pentru participarea la SME II, fără a fi nevoite să suporte consecințe negative grave în cazul unui eșec privind menținerea cursului de schimb în interiorul benzii de fluctuație). *Sunt recomandate patru tipuri de regimuri intermediare: zone țintă clasice, cursuri de referință, benzi de fluctuație flexibile (soft bands) și benzi de supraveghere.*

- *Zonele țintă clasice* prezintă dezavantajul unui grad ridicat de vulnerabilitate în caz de atacuri speculative, deoarece atunci când se ating marginile benzii intervenția este obligatorie pentru readucerea cursului de schimb în interiorul benzii.
- *Cursurile de referință* presupun estimarea cursului valutar de echilibru și aducerea acestuia la cunoștința publicului, dar nu obligă banca centrală să intervină pentru a menține cursul de schimb la un anumit nivel.
- *O bandă flexibilă* este definită ca un interval stabilit în jurul unui curs de referință; marginile acestei benzi pot fi depășite în cazul unor atacuri speculative sau în cazul unor șocuri; banca centrală va acționa pentru a readuce cursul în interiorul benzii odată ce situația s-a normalizat, dar nu este obligată să intervină imediat când cursul a atins o margine.
- *Benzile de supraveghere* sunt definite și ele în jurul unui curs de referință, dar nu implică intenția băncii centrale de a menține cursul în interiorul benzii; atât timp cât cursul de schimb se situează în interiorul benzii, banca se abține de la intervenții; când cursul ajunge în afara benzii, banca poate interveni, fără a fi însă obligată să facă acest lucru.

Succesul implementării unor astfel de regimuri de curs valutar depinde de respectarea câtorva reguli de către banca centrală: aceasta nu trebuie să ofere pieței indicații

referitor la deviația maximă pe care o acceptă față de nivelul cursului de referință, însă trebuie să convingă speculatorii că nu va ezita să modifice ratele dobânzii suficient de mult pentru a determina reversibilitatea unei evoluții nedorite și trebuie să intervină pe piață doar atunci când conjunctura este favorabilă, când mișcarea cursului provocată de piață ajunge în sensul dorit, pentru a accelera această mișcare (acțiunea împotriva pieței este mai dificilă și mai costisitoare).

În fine, unele studii arată că *regimul optimal nu este același pentru toate țările ECE*.

Artus și Ricoeur-Nicolai (1999) arată că țările ECE pot opta pentru o ancorare nominală sau o ancorare reală a monedei naționale la euro. Ancorarea nominală poate fi eficientă și suportabilă în termeni de costuri, dacă este însoțită de o politică monetară adecvată și dacă nu există rigidități nominale însemnate. Dacă senioriajul este o sursă importantă de venituri pentru guvernul național, implementarea unui regim de curs valutar fix devine mai dificilă. Dispariția subvențiilor și existența distorsiunilor fiscale crește tentația autorităților naționale de a utiliza o politică inflaționistă. Pe de altă parte integrarea financiară facilitează menținerea unui curs valutar fix.

Alexander (2000) pledează în favoarea unui regim care să asigure stabilitatea cursului de schimb în țările ECE, deoarece un regim flexibil poate reduce probabilitatea de apariție a atacurilor speculative, dar nu împiedică finanțarea monetară a deficitelor guvernamentale și nu favorizează integrarea economiei naționale în economia mondială. Autorul arată că pentru Polonia, Ungaria, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia, este sustenabilă și adoptarea unui regim construit după regulile SME II, dar pentru celelalte țări (Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria și România), cea mai bună soluție ar fi fixarea irevocabilă a cursului în raport cu euro, sau chiar adoptarea unilaterală a euro. *Wolf (2001)* analizează țările „din primul val”⁷³ și constată că, pentru Estonia, este preferabilă menținerea unui regim de cursuri fixe și adoptarea cât mai rapidă a euro, în timp ce, pentru celelalte țări, ar fi preferabilă menținerea unor cursuri flexibile și aderarea mai târzie la UEM.

De Souza și Ledrut (2002) estimează, pe baza unui model de tip Mundell-Fleming, regimul de curs valutar optim pentru țările ECE; rezultatele lor indică drept regim optim un regim fix pentru Lituania, Slovacia și România și un regim flexibil pentru Bulgaria, Republica Cehă, Ungaria, Letonia, Polonia și Slovenia. În cazul Estoniei, rezultatele sunt mai ambigue, orice tip de regim fiind sustenabil.

⁷³ cele care au început negocierile de aderare mai devreme, în 1998: Estonia, Ungaria, Polonia, Republica Cehă și Slovenia.

Cincibuch și Vávra (2000) analizează cazul Republicii Cehe, arătând că, atât timp cât rigiditățile pieței forței de muncă sunt importante, e preferabilă o ancorare nominală ajustabilă a cursului de schimb, în locul adoptării irevocabile a euro. Dacă, însă, creșterea reală a salariilor este limitată la un nivel mai redus decât creșterea productivității muncii, un curs de schimb fix devine nu doar sustenabil, ci și dezirabil, deoarece contribuie la ameliorarea competitivității externe, favorizând creșterea economică și convergența reală.

Keller (2000) subliniază importanța preferințelor istorice în alegerea unui regim de curs valutar, alături de factorii economici. Autorul analizează în special țările baltice și Bulgaria, arătând că alegerea unor regimuri fixe în aceste țări este justificată și pledează în favoarea menținerii consiliilor monetare în perioada participării la SME II.

Se poate observa că studiile realizate până în prezent au condus la obținerea unor rezultate contradictorii, indicând drept regim optim de curs valutar un regim mai mult sau mai puțin flexibil, în funcție de factorii de influență analizați. Aceste rezultate confirmă ideea că nu există un regim de curs valutar optim pentru toate țările, în orice moment, indicând în același timp faptul că diversitatea regimurilor de curs valutar adoptate de țările ECE până în prezent este normală.

3.3. EVALUAREA VULNERABILITĂȚII EXTERNE ȘI A FRAGILITĂȚII FINANCIARE

Nu există încă o definiție clară a vulnerabilității externe sau a fragilității financiare, nici o delimitare clară între cele două noțiuni⁷⁴. În plus, termenii de „fragilitate” și „vulnerabilitate” sunt utilizați frecvent ca sinonime; totuși, referitor la situația externă a unei țări, termenul de „vulnerabilitate” este utilizat mai des, în timp ce referitor la situația financiară predomină termenul de „fragilitate”. Cel mai adesea „fragilitatea” externă/financiară este considerată starea opusă celei de „stabilitate” externă/financiară,

⁷⁴ Vulnerabilitatea externă este de obicei asociată cu riscul de apariției a unor crize valutare (a unor crize ale balanței de plăți). Gabrisch (2002) definește fragilitatea financiară drept o combinație multiplicatoare între vulnerabilitatea cursului valutar și vulnerabilitatea sistemului financiar (bancar). Tsomocs (2003) definește fragilitatea financiară într-un sens mult mai restrâns, referindu-se exclusiv la sistemul bancar: fragilitatea financiară este o situație în care profitabilitatea sectorului bancar scade, iar numărul de falimente în sectorul bancar, dar și în celelalte sectoare ale economiei, crește.

aceasta din urmă fiind o stare a economiei în care probabilitatea de apariție a unor crize valutare/financiare este redusă.

În anii '90, au putut fi observate în întreaga lume crize financiare și valutare, care au afectat în principal țările în curs de dezvoltare (Mexic, țările din Asia, Rusia, Argentina). Nici țările dezvoltate nu au scăpat de acest fenomen, așa cum arată experiența țărilor participante la SME în 1992. De cele mai multe ori, cele două tipuri de crize s-au manifestat concomitent, ajungând să fie cunoscute sub denumirea de „crize gemene” („twin crises”). Această evoluție a facilitat suprapunerea celor două noțiuni, de „vulnerabilitate externă” și de „fragilitate financiară”, ambele fiind considerate drept o stare a economiei în care riscul de apariție a unei crize este ridicat.

Dacă cele două noțiuni sunt delimitate, *fragilitatea financiară* se referă la vulnerabilitatea sistemului financiar, în timp ce vulnerabilitatea cursului de schimb este surprinsă de *vulnerabilitatea externă*. Acesta este sensul în care cele două noțiuni vor fi folosite în continuare în această lucrare. Astfel, fragilitatea financiară este asociată riscului de apariție a unei crize financiare, în timp ce vulnerabilitatea externă este asociată riscului de apariție a unei crize valutare.

Există însă numeroase interdependențe între fragilitatea sectorului financiar și vulnerabilitatea externă a unei economii, acestea potențându-se reciproc și având numeroase cauze comune. Ca urmare, soliditatea sectorului financiar este un element esențial al sustenabilității unui anumit regim de curs valutar, în contextul mișcării libere a capitalurilor (Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz, 2002). În sens invers, alegerea unui regim de curs valutar și a unei politici valutare trebuie să țină cont de necesitatea stabilității financiare și, deci, să nu expună sectorul financiar la riscuri excesive și nejustificate.

Urmare a crizelor din anii '90, numeroși economiști au încercat să construiască modele care să semnalizeze apropierea unei crize financiare sau/și valutare, fiind cunoscut faptul că este mai bine să previi apariția unui fenomen negativ, decât să tratezi consecințele acestuia. FMI încearcă să susțină eforturile cercetătorilor de a găsi o cale de prevenire a apariției crizelor prin elaborarea unor seturi de indicatori (macroindicatori prudențiali) care vor fi raportați de toate țările care acceptă să participe la acest program. În modul acesta munca cercetărilor va fi facilitată prin eliminarea (sau cel puțin atenuarea) unei dificultăți importante: indisponibilitatea datelor.

3.3.1. Metode de evaluare a vulnerabilității externe și a fragilității financiare

Primele studii referitoare la vulnerabilitatea externă și la fragilitatea financiară s-au concentrat îndeosebi asupra identificării cauzelor acestora.

O sinteză a literaturii referitoare la fragilitatea financiară este oferită de FMI (2000). Se consideră că fragilitatea financiară apare ca urmare a deteriorării variabilelor fundamentale din economie (Fisher, 1933), situație care poate fi agravată de unii factori care afectează încrederea publicului (Diamond și Dybvig, 1983), de asimetria informației (Mishkin, 1996; Guttentag și Herring, 1984; Kodres și Pritsker, 1998) și de factori instituționali (Davis, 1996). În perioada 1996-1998 au apărut numeroase studii care identifică drept principale surse de vulnerabilitate financiară reducerea ratei de creștere economică, deteriorarea situației balanței de plăți, o rată înaltă a inflației, volatilitatea cursului de schimb, creșterea bruscă a numărului și valorii operațiunilor desfășurate pe piețele financiare, creșterea bruscă a prețurilor unor active („price bubbles”), expansiunea excesivă a creditului, reducerea performanțelor la export, deteriorarea raportului de schimb („terms of trade”). Aceleași studii au evidențiat și rolul unor indicatori calitativi, referitori la calitatea supravegherii bancare, existența unor instrumente adecvate de control monetar, a unei scheme de asigurare a depozitelor, cadrul legal, aplicarea unor standarde și practici adecvate.

Johnston, Chai și Schumacher (2000) identifică drept principale surse de instabilitate financiară asimetria informației, alegerea greșită a partenerilor (în absența unor informații suficiente despre aceștia), problemele de tip „free-rider” (când un agent economic colectează informații despre un anumit risc, suportând integral costurile informării, dar nu poate împiedica alți agenți economici să utilizeze aceste informații) problemele de monitorizare a agenților cărora le-au fost delegate anumite activități, comportamentul de turmă („rational herding” – când un manager preferă să imite managerii altor companii, ignorând informațiile pe care le deține) și efectele de contagiune.

O sinteză a literaturii despre crizele financiare a fost realizată de Lai (2000). Autoarea indică drept principale surse de instabilitate financiară asimetria informației, lipsa de coordonare a deponenților, ineficiențele pieței, asumarea unor riscuri de credit semnificative de către instituțiile financiare.

Eichengreen și Hausmann (1999) și Gabrisch (2002) evidențiază trei ipoteze principale care pot explica vulnerabilitatea externă și financiară:

- hazard moral (moral hazard)– când agenții economici împrumută fonduri din străinătate asumându-și exagerat de multe riscuri, deoarece se așteaptă să fie despăgubiți (bailed out), în baza garanțiilor explicite sau implicite pe care le-au obținut de la o terță parte (de la guvern sau de la o instituție internațională precum FMI);
- păcat originar (original sin) – când moneda unei țări nu este acceptată ca monedă internațională de rezervă (din cauza unei rate ridicate a inflației care a persistat în trecut și/sau a unor deprecieri intense și frecvente care au erodat încrederea în moneda respectivă) și, ca urmare băncile și ceilalți agenți economici rezidenți nu se pot proteja împotriva expunerii lor în valută pe piețele internaționale;
- probleme de devotament (commitment) – o slabă motivație de a rambursa creditele, într-un mediu caracterizat de o slabă implementare a legislației, lipsa garanțiilor și o infrastructură instituțională slabă, rezultatul fiind rate înalte ale dobânzilor și marje bancare importante, care măresc fragilitatea financiară.

Recent, în literatura de specialitate au început să apară tot mai multe studii care încearcă să evalueze vulnerabilitatea externă și fragilitatea financiară și, uneori, chiar să calculeze probabilitatea de apariție a unei crize. În esență, există două tipuri de abordare a vulnerabilității financiare și externe a unei țări: abordarea bazată pe semnale („signal-approach”) și abordarea bazată pe răspunsul calitativ, folosită pentru construirea unor „sisteme de avertizare timpurie” („early warning systems”). La acestea, se poate adăuga o a treia abordare – analiza unei crize care a avut loc, cu scopul identificării cauzelor acesteia (Schardax, 2002).

Abordarea bazată pe semnale este o abordare non-parametrică, constând într-o analiză comparativă a comportamentului unor indicatori financiari în timpul perioadelor de criză (sau înaintea crizelor) și timpul perioadelor de liniște (în care nu a existat o criză). Astfel, sunt descrise comportamentele indicatorilor înainte de crize, diferite de comportamentele lor specifice perioadelor de liniște și sunt considerate semnale care anunță apropierea unei crize. Această metodă a fost utilizată pentru prima dată de Kaminsky și Reinhart (1996) și ulterior de Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998), Kaminsky și Reinhart (1999), Downes, Marston și Otker (1999), Brüggemann și Linne (1999, 2002), Edison (2000).

Un avantaj important al acestei abordări este faptul că permite identificarea rapidă a problemelor din economie, pe baza indicatorilor care emit semnale, ceea ce facilitează luarea promptă a unor măsuri de prevenire a crizelor. Este testată capacitatea predictivă a fiecărui indicator, fiind facilitată alegerea celor mai adecvați indicatori. Principalul dezavantaj ale acestei metode se referă la faptul că indicatorii individuali utilizați pot lua doar două valori⁷⁵, nefiind capabili să indice și gravitatea problemelor identificate, ci doar existența lor. Un alt dezavantaj se referă la absența unui indicator agregat, care să încorporeze toate informațiile conținute în indicatorii individuali⁷⁶. În fine, o altă problemă ține de imposibilitatea aplicării unor teste statistice standard. (Schardax, 2002)

Pentru construirea unor *sisteme de avertizare timpurie* se recurge la o regresie de tip logit sau probit, care permite determinarea relației dintre diferiți indicatori și probabilitatea de apariție a unei crize. Indicatorii utilizați nu diferă față de indicatorii folosiți în abordarea bazată pe semnale, însă este eliminat inconvenientul răspunsului binar al unui indicator, luându-se în considerare valorile indicatorilor.

Majoritatea analizelor de acest tip studiază vulnerabilitatea externă – Eichengreen, Rose și Wyplosz (1996), Frankel și Rose (1996), Sachs, Tornell și Velasco (1996), FMI (1998), Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998), Bussière și Mulder (1999), Bussière și Frantzscher (2002). Această metodă permite o interpretare rapidă a rezultatelor, indicând probabilitatea de apariție a unei crize. Principalul dezavantaj al acestor modele rezidă în proprietățile statistice limitate ale regresiei, urmare a existenței un număr mult mai mic de perioade de criză decât numărul perioadelor de liniște (Schardax, 2002).

Bussière și Mulder (1999) prezintă două tipuri de abordare a prevenirii crizelor financiare și valutare – abordarea utilizată de Sachs, Tornell și Velasco (1996) și sistemul de avertizare timpurie construit de FMI (1998). Este testată capacitatea celor două metode de a prezice crizele din perioada 1994-1998. Se arată că cea de-a doua abordare este mai performantă, deoarece reușește să anticipeze și apariției crizei ruse, care nu a putut fi prevăzută prin utilizarea primei abordări.

⁷⁵ 0, dacă indicatorul se încadrează în limite normale și, respectiv, 1, dacă limitele normale sunt depășite și indicatorul emite un semnal.

⁷⁶ Kaminsky (1998) a propus calculul unui indicator agregat, determinat ca sumă ponderată a indicatorilor individuali. Astfel de indicatori pot fi construiți și au avantajul de a oferi o imagine de ansamblu asupra vulnerabilității externe și financiare a unei economii.

Berg, Borensztein și Pattillo (2004) testează principalele sisteme de avertizare timpurie elaborate de literatura de specialitate. Autorii arată că sistemele care au un orizont de timp mai îndepărtat (2 ani) au performanțe mai bune decât cele care au orizont de timp mai apropiat (1 an, sau respectiv 3 luni). Este confirmat astfel faptul că în general crizele sunt precedate de „semne de avertizare” cu 12-24 de luni înainte de apariția acestora – idee susținută și de Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998).

Există și studii specifice, care analizează exclusiv fragilitatea sectorului financiar sau vulnerabilitatea externă.

Astfel, Downes, Marston și Otker (1999) propun o metodă de evaluare a solidității sistemului bancar⁷⁷. Ei arată că o abordare macroeconomică este preferabilă unei abordări microeconomice, sau unei abordări bazate pe agregarea indicatorilor microeconomici. De asemenea, Elsingery, Leharz și Summerx (2002) susțin că evaluarea vulnerabilității sistemului bancar în ansamblu este preferabilă evaluării instituțiilor financiare care îl compun, dacă se dorește evaluarea riscului de apariție a unor crize financiare.

Analizând fragilitatea financiară, Tsomocs (2003) arată că un sistem financiar fragil poate fi ferit de apariția crizelor financiare prin intervenții competente; autorul susține că trebuie încurajată diversitatea instituțiilor bancare, deoarece un sistem bancar format din bănci eterogene rezistă mai bine șocurilor financiare decât un sistem format din bănci omogene.

Gosh și Gosh (2003) utilizează tehnica de arbore binar recursiv pentru a analiza rolul vulnerabilităților structurale în apariția crizelor valutare. Autorii consideră patru tipuri de indicatori structurali: aplicarea legilor, drepturile acționarilor, drepturile creditorilor și performanțele sectorului productiv. Ei arată că de cele mai multe ori crizele severe (urmate de o recesiune economică gravă, caracterizată de o scădere a PIB cu peste 3%) sunt precedate de vulnerabilități structurale.

Un studiu aparte este cel realizat de Chang și Velasco (2000), care analizează fragilitatea financiară în raport cu regimul de curs valutar adoptat. Se arată că un consiliu monetar prezintă un risc de apariție a crizelor bancare, dar, în mod normal, nu este afectat de crize valutare; în cazul altor regimuri fixe (mai puțin rigide), probabilitatea de apariție a crizelor bancare este mai mare decât în cazul consiliului monetar; dacă banca centrală intervine ca și creditor de ultimă instanță, există riscul de epuizare a rezervelor valutare și

⁷⁷ Un sistem bancar solid este unul în care majoritatea băncilor sunt solvabile și cel mai probabil vor rămâne solvabile în viitorul apropiat

de transformare a crizei bancare într-o criză a balanței de plăți; flexibilitatea cursului valutar și intervenția băncii centrale în calitate de creditor de ultimă instanță permit evitarea crizelor bancare (dar nu și a crizelor valutare) – acest avantaj teoretic dispare însă atunci când depozitele sunt dolarizate (ținute în valută).

3.3.2. Indicatori utilizați pentru evaluarea vulnerabilității externe și a fragilității financiare

Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998) prezintă o sinteză a studiilor realizate despre crize valutare și financiare, inventariind cei mai utilizați indicatori; sunt prezentați 105 indicatori, clasificați în șase categorii:

- sectorul extern
 - contul de capital – rezerve internaționale, fluxuri de capital, fluxuri de capital pe termen scurt, investiții străine directe, diferențialul ratei dobânzii față de principalele piețe internaționale;
 - datoria externă – datoria publică externă, datoria externă totală, datoria externă pe termen scurt, structura datoriei externe, serviciul datoriei externe, finanțări externe nerambursabile (foreign aid);
 - contul curent – cursul valutar real, soldul balanței comerciale, soldul contului curent, exporturi, importuri, termenii comerțului extern, prețurile la export, economisire, investiții;
 - variabile internaționale – rata de creștere economică, rata dobânzii și indicii de prețuri în străinătate (în principalele economii – SUA, UE, Japonia);
- sectorul financiar
 - liberalizare financiară – expansiunea creditului, variația multiplicatorului monetar, rata reală a dobânzii, marja bancară (diferența dintre rata activă și rata pasivă bancară);
 - alte variabile financiare – credite primite de instituțiile bancare de la banca centrală, diferența dintre cererea și oferta de monedă, rata de creștere a agregatelor monetare, randamentul titlurilor financiare, rata inflației, cursul de schimb pe piețele neoficiale, diferența dintre cursul de schimb pe piața oficială și pe piața neoficială, cursul de schimb central (pivot), poziția

cursului de schimb în cadrul benzii, raportul dintre M2 și rezervele internaționale;

- sectorul economiei reale – rata de creștere economică, PIB, producția industrială, rata de ocupare, rata șomajului, salarii, variația prețurilor stocurilor;
- finanțe publice – deficit bugetar, consum guvernamental, credit guvernamental;
- variabile instituționale și structurale – gradul de deschidere a economiei, concentrarea comerțului exterior, dummy-uri pentru existența unor cursuri de schimb multiple, restricții privind mișcările de capital, durata regimurilor de curs valutar fix, gradul de liberalizare financiară, existența unor crize bancare și a unor crize valutare în trecut;
- variabile politice – dummy-uri pentru alegeri, perspectivele de victorie sau înfrângere în alegeri, schimbarea guvernului, preluarea prin forță a puterii politice, orientarea politică a guvernului, schimbarea ministrului de finanțe, gradul de instabilitate politică.

La aceste categorii, se adaugă indicatorii care evidențiază efectele de contagiune.

Gama indicatorilor utilizați pentru evaluarea vulnerabilității externe și financiare prezintă o foarte mare varietate⁷⁸.

Indicatorii considerați relevanți pentru *analiza vulnerabilității externe* sunt în esență indicatori privind stabilitatea macroeconomică (deficit bugetar, datorie publică, indici de prețuri), indicatori de solvabilitate externă (datoria externă exprimată ca procent din PIB, ca procent din PIB exprimat în PPC și, respectiv, ca procent din exporturi), indicatori de competitivitate (rata de creștere a exporturilor, variația cursului de schimb, termenii comerțului exterior) și indicatori de lichiditate externă⁷⁹ (rezervele internaționale exprimate ca procent din PIB, procent din M2, procent din importuri, procent din datoria externă pe termen scurt; diferența dintre rezervele internaționale și datoria externă pe termen scurt, exprimată ca procent din PIB).

Pentru *analiza fragilității financiare* se utilizează atât indicatori privind vulnerabilitatea sectorului financiar (în esență indicatori de prudențialitate bancară), cât și indicatori privind dezvoltarea sectorului financiar, considerându-se că un sistem dezvoltat și sofisticat poate să facă față cu mai multă ușurință șocurilor la care este expus (pentru niveluri comparabile ale indicatorilor de prudențialitate bancară, vulnerabilitatea unui

⁷⁸ Principalii indicatori utilizați în studiile realizate recent – după 1998 – sunt prezentați sintetic în anexa nr.1.

⁷⁹ O bună lichiditate poate compensa problemele din economia reală (existența unui deficit de cont curent important, aprecierea excesivă a cursului de schimb) (Bussière și Mulder, 1999).

sector financiar subdezvoltat este mai ridicată decât vulnerabilitatea unui sector financiar matur și dezvoltat). Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002) arată că probabilitatea de apariție a unor crize financiare este influențată de gradul de dezvoltare a sectorului financiar, de eficiența reglementărilor prudențiale și de supraveghere bancară și de gradul de implicare a statului în economie.

Indicatorii de prudențialitate bancară se referă, de obicei, la situația fiecărei bănci în parte și vizează aspecte precum: lichiditatea, solvabilitatea, profitabilitatea băncii, ponderea creditelor neperformante în total credite, etc. Pentru indicatorii care măsoară aceleași aspecte la nivelul întregului sistem bancar, se folosește și denumirea de indicatori de macroprudențialitate⁸⁰ („macroprudential indicators”). Aceștia permit evaluarea sănătății și stabilității sistemelor financiare.

Alți indicatori utilizați pentru evaluarea gradului de vulnerabilitate a sectorului financiar se referă în special la gradul de implicare a statului în economie.

3.3.3. Studii realizate pe cazul țărilor din Europa Centrală și de Est

Participarea țărilor ECE la SME II ridică problema evaluării vulnerabilității externe și financiare a acestor țări. Până în prezent au apărut câteva lucrări pe această temă, dar mult mai puține decât cele referitoare la țările din America Latină sau Asia de Sud-Est; cel mai frecvent autorii analizează vulnerabilitatea țărilor ECE pentru a evalua sustenabilitatea liberalizării mișcărilor de capitaluri sau pentru a explica crizele cu care s-au confruntat în trecut aceste țări, nu pentru a evalua sustenabilitatea participării lor la SME II.

Pentru țările ECE, *Rapoartele de Țară (Country reports) întocmite de FMI* includ și indicatori privind „sănătatea sistemului bancar” (credite neperformante, rata de acoperire a capitalului, etc.) și „vulnerabilitatea externă” (aprecierea cursului valutar, deficitul contului curent, rezervele internaționale, etc.). În aceste rapoarte, pentru analiza vulnerabilității financiare, FMI utilizează indicatori precum creditul privat, rezervele bancare obligatorii ca

⁸⁰ Denumire propusă de FMI (2000) într-o lucrare care arată că cercetările economiștilor de la Fond nu au generat până la momentul respectiv un consens privind un set de bază de indicatori macroprudențiali. În 2001, FMI a publicat o lucrare (*Financial Soundness Indicators*) în care prezintă un set de bază de indicatori (alcătuit din 15 indicatori privind gradul de acoperire a capitalului, calitatea activelor, veniturile și profitabilitatea, lichiditatea și sensibilitatea la riscurile de piață) și un set recomandat de indicatori (care cuprinde 26 de indicatori privind instituțiile de colectare a depozitelor, lichiditatea pieței, instituțiile financiare nebancale, sectorul non-financiar și piața imobiliară) pentru evaluarea sănătății sectorului financiar.

procent din rezervele totale, ponderea creditelor neperformante în total credite, raportul dintre capitaluri proprii și activele ponderate în funcție de risc, rata de solvabilitate, ponderea creditelor în valută în total credite, ponderea depozitelor în valută în total depozite, ponderea creditelor pe termen scurt în total credite, ponderea depozitelor la vedere în total depozite, profitabilitatea bancară, marja bancară, poziția deschisă în valută, total credite, total depozite.

Un exemplu de analiză a vulnerabilității externe și financiare a unei țări în tranziție este studiul elaborat de FMI pe cazul României (FMI, 2001). În acest studiu se arată că economia românească a fost foarte vulnerabilă în perioada septembrie 1998 – iunie 1999, problemele financiare cu care s-a confruntat țara noastră în acea perioadă putând fi clasificate drept criză financiară (după metodologia propusă de Eichengreen, Rose și Wyplosz). Ulterior, vulnerabilitatea financiară s-a redus. La momentul respectiv, FMI aprecia că vulnerabilitatea externă a României este destul de scăzută, dar există anumite probleme structurale, care pot pune în pericol stabilitatea externă (creșterea excesivă a salariilor, soliditatea redusă a sistemului bancar, stabilitatea fiscală precară, disponibilitatea redusă a datelor⁸¹). Analize similare au fost realizate de FMI pentru toate țările ECE, concluzia generală fiind că în aceste țări vulnerabilitatea externă și financiară este redusă.

Krkosha (2000) analizează Republica Cehă, Polonia, Ungaria și Slovacia, cu ajutorul unui indice al presiunii speculative (calculat în funcție de variația cursului de schimb, a ratei dobânzii și a rezervelor internaționale).

Analizând sectoarele financiare din trei țări ECE (Republica Cehă, Ungaria și Polonia), *Reininger, Schardax și Summer (2001)* sugerează că subdezvoltarea sectoarelor financiare din aceste țări ECE poate fi privită și ca un avantaj: în caz de criză, costurile vor fi reduse, ca urmare a dimensiunii reduse a sistemelor bancare și a piețelor de capital în raport cu PIB-ul; în plus, această dimensiune redusă înseamnă un important potențial de dezvoltare viitoare. Rezultatele studiului arată că vulnerabilitatea financiară a țărilor analizate este redusă.

Gabrisch (2002) menționează rezultatele bune obținute recent de Bulgaria, Estonia, Lituania, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia, în sensul reducerii fragilității financiare. Autorul consideră că fragilitatea financiară a Poloniei ar putea crește a înaintea de participarea acesteia la SME II, ca urmare a aprecierii puternice a zlotului.

⁸¹ FMI (2001) precizează că slaba disponibilitate a datelor este o problemă gravă, care poate periclita stabilitatea externă, deoarece disponibilitatea datelor este o componentă esențială a prevenirii crizelor.

Schardax (2002) dezvoltă un sistem de avertizare timpurie special pentru țările ECE, ținând cont de situația specifică a acestora. Modelul are o putere predictivă destul de bună, semnalizând majoritatea crizelor care au avut loc, însă emite și multe semnale pentru perioade în care nu au existat crize (pentru țări precum Estonia, Slovenia, Croația).

Brüggemann și Linne (2002) folosesc abordarea bazată pe semnale pentru a estima vulnerabilitatea financiară și externă a țărilor ECE. Autorii propun o formulă de calcul a probabilității de apariție a unei crize – criza fiind definită ca o depreciere de peste 20% a monedei naționale față de dolarul american într-un interval de maxim 10 zile.

Brouwer, de Haas și Kiviet (2002) analizează vulnerabilitatea financiară a țărilor candidate la aderare și arată că aceasta poate fi limitată de prezența masivă a băncilor străine, prin limitarea deficitului de cont curent, printr-o politică de schimb adecvată (care să nu ignore riscul de apariție a crizelor), prin garantarea independenței băncii centrale și a instituțiilor de supraveghere bancară, și prin ameliorarea cadrului legislativ.

Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002) demonstrează că cea mai bună poziție între țările ECE, din punct de vedere a stabilității externe, o au Ungaria, Republica Cehă și Estonia, aceste țări realizând o combinație optimă între regimul de curs valutar ales și gradul de liberalizare a mișcărilor de capital.

Un raport al *Bundesbank (2003)* remarcă întărirea sistemului de supraveghere bancară și a piețelor financiare, precum și liberalizarea aproape completă a sistemelor financiare din toate țările ECE candidate, aceste elemente fiind condiții impuse pentru intrarea în UE. Cu toate acestea, toate componentele sistemelor financiare din țările ECE sunt subdezvoltate, diferența în raport cu UE fiind încă foarte mare.

Gibson și Tsakalotos (2003) analizează posibilitatea de apariție a crizelor valutare în țările candidate la aderare și constată că influența factorilor interni este foarte redusă, cea mai importantă contribuție la apariția unor crize în țările ECE având-o efectele de contagiune, deoarece aceste țări sunt foarte deschise.

Persistența unor deficite importante ale contului curent reprezintă o importantă vulnerabilitate a țărilor ECE. Chiar dacă, până în prezent, aceste deficite au fost finanțate cu ușurință, în contextul unor intrări masive de investiții străine directe, sustenabilitatea lor depinde de intrările viitoare de investiții străine directe (*Révue Elargissement*, nr.50, septembrie 2003).

Studiile realizate până în prezent tratează, de regulă, fie fragilitatea financiară, fie vulnerabilitatea externă, însă rezultatele obținute indică existența unor riscuri foarte slabe de apariție a unor crize în țările ECE, în pofida menținerii unor elemente de vulnerabilitate, legate în special de subdezvoltarea sistemelor financiare.

3.4. TEORII PRIVIND CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU

Nivelul cursului de schimb afectează puternic evoluția economiei reale. Un curs de schimb prea apreciat în raport cu alte monede poate crea serioase probleme de competitivitate. Pe de altă parte un curs depreciat excesiv poate determina pierderea încrederii în moneda națională, poate încuraja atacurile speculative și poate antrena costuri excesive privind datoria externă. Teoretic există un nivel al cursului de schimb – cursul valutar de echilibru – care permite economiei naționale să-și regăsească echilibrul, atât în plan intern, cât și în plan extern.

În forma sa cea mai generală, cursul valutar de echilibru (cel care satisface condiția de echilibru a balanței de plăți, în contextul unui regim de curs valutar flexibil) depinde de nivelul veniturilor în țara analizată și în străinătate (y și respectiv y'), de activele nete externe deținute (nfa), de rata dobânzii în economia națională și în străinătate (i și respectiv i') și de anticipațiile referitoare la evoluția cursului de schimb, reflectate de diferența dintre cursul de schimb pe piața la termen și cursul de schimb pe piața la vedere (reportul sau deportul – Δs^e) (MacDonald, 2000):

$$s = (p - p') + (\alpha_1 \times y - \alpha_2 \times y') - \alpha_3 \times i' \times nfa - \alpha_4 \times (i - i' - \Delta s^e) \quad (1)$$

Exprimat astfel, s reprezintă cursul valutar nominal de echilibru (cotație incertă, din punct de vedere al țării analizate). Cel mai frecvent, însă, se analizează cursul valutar real de echilibru.

Cursul valutar real poate fi calculat pornind de la cursul valutar nominal, astfel:

$$Q = \frac{S \times P'}{P} \quad (2)$$

sau, exprimat sub formă logaritmică⁸²,

⁸² În prezenta lucrare s-a păstrat convenția general utilizată în lucrările de specialitate, de a utiliza litere mari pentru notarea indicatorilor în formă nelogaritimică și litere mici pentru notarea indicatorilor exprimați în formă logaritmică – cu unele excepții: unii indicatori, precum rata dobânzii, se notează cu litere mici, deși nu sunt logaritmați.

$$q = s + (p' - p) \quad (3)$$

Astfel, în mod similar cu formula de calcul a cursului de schimb nominal, o creștere (scădere) a cursului valutar real este sinonimă cu o depreciere (apreciere) reală a monedei analizate în raport cu moneda de referință.

În timp, au fost dezvoltate numeroase modalități de *calcul a cursului valutar de echilibru*. Prima teorie apărută susținea paritatea puterii de cumpărare, bazată pe legea prețului unic: un anumit produs ar trebui să aibă același preț în orice economie națională și indiferent de moneda în care este exprimat. Ulterior, a fost dezvoltată teoria parității ratelor dobânzii, care afirma că, în condițiile liberei circulații a capitalurilor, randamentul unor titluri financiare similare, libelate în monede diferite, este același (în caz contrar, operațiunile de arbitraj ar determina modificarea cursului de schimb, în sensul asigurării egalizării randamentelor). Dezvoltarea tehnicilor econometrice din ultimii ani a permis dezvoltarea a numeroase modele de calcul a cursului valutar de echilibru – în anii '90 au apărut diferite teorii privind cursul valutar real de echilibru⁸³. Studiile empirice au arătat că pentru țările în curs de dezvoltare și pentru țările în tranziție dezvoltarea economică este însoțită de aprecierea cursului valutar real. De cele mai multe ori, această apreciere este un fenomen de echilibru, fiind urmare a efectului Balassa-Samuelson.

Studiile empirice realizate pentru testarea teoriilor referitoare la cursul valutar de echilibru au vizat inițial cursul valutar dintre principalele monede din sistemul monetar internațional (dolar american, marcă germană, liră sterlină, franc francez, yen) sau dintre monedele țărilor vest-europene. Apariția euro a impulsionat activitatea de cercetare în domeniu, numeroase studii empirice testând fie cursul valutar real dintre euro și dolar fie ratele de conversie ale monedelor țărilor din UEM în euro. Recent, perspectivele de extindere ale UEM au favorizat apariția a numeroase studii privind cursul valutar de echilibru în țările ECE, fiind analizate îndeosebi țările ECE candidate la aderare.

În majoritatea articolelor, se calculează cursurile de echilibru multilaterale – de obicei cursul valutar real efectiv (REER – real effective exchange rate), care reprezintă cursul de schimb față de restul lumii. Practic REER se calculează ca medie ponderată a cursurilor valutare reale bilaterale, iar ponderile sunt date de partea fiecărui partener

⁸³ Pentru o prezentare detaliată a teoriilor de determinare a cursului valutar de echilibru a se vedea MacDonald (2000), Égert (2004).

comercial în comerțul exterior al țării analizate; unii autori calculează ponderile nu doar în funcție de comerțul exterior al țării, ci și în funcție de structura datoriei externe. Pentru simplificarea calculelor, cel mai frecvent sunt luați în considerare doar principalii parteneri comerciali (cei care împreună reprezintă cel puțin două treimi din comerțul exterior al țării analizate). Uneori, sunt calculate și cursuri bilaterale, pornind de la cursurile multilaterale (Alberola, Cervero, Lopez și Ubide, 1999).

Unii autori calculează și *indicatori de deviație a cursului valutar în raport cu nivelul său de echilibru* (« misalignement indicators ») (Razin și Collins, 1997). Deviațiile pot fi de două tipuri: *supraapreciere* (când cursul valutar este mai apreciat decât nivelul său de echilibru) și *subapreciere* (când cursul valutar este mai depreciat decât nivelul său de echilibru). Studiile empirice arată că mărimea deviației contează mult mai mult decât tipul acesteia: doar o supraapreciere/subapreciere importantă va avea efecte negative asupra economiei; ca urmare *cursul valutar de echilibru poate fi practic definit printr-un interval de valori*, și nu printr-un nivel fix, unic (Rawdanowicz, 2002).

3.4.1. Teoria parității puterilor de cumpărare

Primele elemente ale teoriei parității puterii de cumpărare (PPC) au fost elaborate în secolul XVI. Aceste idei au fost dezvoltate ulterior de Ricardo, Mill și Marshall (Kempe și Roy, 2002). Varianta modernă a teoriei PPC a fost fondată de Cassel, în anii ce au urmat primului război mondial. Se cunosc mai multe forme ale teoriei PPC: o formă absolută, o formă relativă și o formă restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile (tradable).

Teoria PPC absolută presupune că prețul tuturor bunurilor este identic în toate economiile, aplicându-se legea prețului unic; ca urmare, cursul valutar real este egal cu 1⁸⁴. Este o teorie foarte restrictivă, care ignoră determinanți reali ai cursului valutar. Această teorie nu a fost confirmată de testele empirice realizate.

S-a constatat că, în realitate, cursul valutar real este diferit de 1 (ca urmare el este diferit de zero, când este exprimat sub formă logaritmică și nu poate fi eliminat din ecuații). Motivul acestei contradicții între teorie și practică îl constituie existența costurilor de

⁸⁴ Legea prețului unic impune $P = P^*S$; ca urmare, ecuația (2) devine $Q = \frac{P}{P} = 1$, iar ecuația (3) devine

$q = p - p = 0$.

tranzacție, incertitudinea privind persistența șocurilor, așa-numitele „costuri de scufundare” (sunk-cost) și activitatea de arbitraj (MacDonald, 2000). O altă explicație constă în acceptarea existenței factorilor reali ca determinanți ai cursului valutar – dintre care cei mai cunoscuți sunt efectul Balassa-Samuelson, identificat în 1964, și efectul de „overshooting”, identificat de Dornbusch în 1976. Studiile empirice au demonstrat că acesta din urmă are o contribuție mai importantă în explicarea evoluției cursului valutar decât efectul Balassa-Samuelson (MacDonald, 2000).

Teoria PPC relativă recunoaște că legea prețului unic nu se aplică în practică; această teorie susține că evoluția cursului valutar real tinde să compenseze diferențialul inflației și, ca urmare, cursul valutar real se menține constant. Efectuarea unor verificări empirice implică găsirea unei perioade de bază în care cursul valutar real s-a situat la nivelul de echilibru.

Studiile empirice realizate au arătat că această formă a teoriei PPC se verifică⁸⁵, însă doar pe termen lung și foarte lung (înțelegându-se prin aceasta perioade de minim câteva decenii și preferabil peste o sută de ani), deviațiile care apar putând să persiste timp de câțiva ani (uneori chiar și peste 10 ani).

O altă variantă a teoriei PPC ține cont de împărțirea economiei în două sectoare: sectorul expus concurenței externe, în care se produc bunuri comercializabile (tradable), și sectorul protejat, în care se obțin bunuri necomercializabile (nontradable – bunuri, în esență servicii, care nu pot fi comercializate decât în plan local și, ca atare, nu intră în concurență cu bunurile similare produse în alte țări). Această *formă a teoriei PPC, restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile*, susține că legea prețului unic se aplică pentru bunurile comercializabile, dar nu și pentru cele necomercializabile. Prețurile acestora din urmă depind de gradul de dezvoltare a fiecărei țări și pot crește ca urmare a efectului Balassa-Samuelson.

Unii autori arată însă că, pentru țările ECE, legea prețului unic nu se aplică nici pentru sectorul bunurilor comercializabile (Darvas, 2001; Égert și Lommatzsch, 2004).

Deși studiile empirice realizate nu oferă o susținere puternică teoriei PPC, aceasta continuă să fie una dintre cele mai utilizate teorii de determinare a cursului valutar de echilibru, prezentând avantajul simplității și clarității.

⁸⁵ Trebuie precizat însă că toate studiile empirice care demonstrează valabilitatea teoriei PPC relative au fost realizate pe țări industrializate, care prezentau un nivel de dezvoltare similar (SUA – Anglia, SUA – Franța).

Ulterior, a fost elaborata *extensia monetaristă a PPC*, care recunoaște influența unor variabile reale (venituri, rate ale dobânzii) asupra cursului de schimb, dar consideră că această influență este indirectă și se manifestă prin intermediul cererii de monedă. Astfel, singurul factor care influențează în mod direct cursul valutar nominal este excesul de monedă. Această variantă poate fi utilizată doar în cazul unui regim de curs valutar flexibil, deoarece variabila dependentă este cursul valutar nominal de echilibru.

3.4.2. Teoria parității ratelor dobânzii

Conform acestei teorii, în cazul în care cursul de schimb la termen previzionează corect cursul de schimb la vedere, reportul/deportul va fi egal cu diferențialul ratelor dobânzii pe piața națională și în străinătate. Cursul valutar la termen (S^e) va fi:

$$S^e = S \times \frac{1 + i'}{1 + i} \quad (4)$$

Există două forme ale acestei teorii: *teoria parității acoperite a ratelor dobânzii (CIP – covered interest parity)* și *teoria parității neacoperite a ratelor dobânzii (UIP – uncovered interest parity)*.

Conform *CIP*, cursul de schimb la termen prezice cu exactitate cursul de schimb la vedere, iar reportul/deportul este identic cu diferențialul dobânzilor.

$$\Delta S^e = i' - i \quad (5)$$

Studiile empirice arată că *CIP* se verifică, însă pot apărea deviații ale cursului de echilibru față de nivelul său de echilibru, în principal ca urmare a acțiunii a patru factori: costuri de tranzacție, riscuri politice, diferențele de politică fiscală și preferința pentru lichiditate. (Hoontrakul, 1999).

Varianta *UIP* este similară cu *CIP*, dar presupune formarea cursului de schimb la termen pe baza anticipațiilor raționale ale agenților economici; ca urmare cursul de schimb la termen include o primă de risc. Studiile empirice au arătat că *UIP* nu se verifică, decât în cazul piețelor integrate.

Juselius (1991) propune *teoria cursului valutar de echilibru corectat de factorul capital (CHEER – capital enhanced equilibrium exchange rate)*. Conform acestei teorii, deviațiile cursului valutar de la nivelul de echilibru indicat de teoria PPC pot fi explicate cu ajutorul UIP: aceste deviații apar deoarece randamentul capitalului (măsurat prin rata reală dobânzii) nu este identic în economia națională și pe piețele din străinătate⁸⁶.

3.4.3. Teorii moderne ale cursului valutar real de echilibru

Teoriile moderne ale cursului valutar real recunosc rolul factorilor reali în determinarea cursului valutar, tratând, de obicei, cursul valutar de echilibru ca o funcție de un vector de variabile macroeconomice reale (F) (Kemme și Roy, 2002):

$$q_e = f(F) \quad (6)$$

Conform *teoriei balanței interne-externe (IEB – internal-external balance)*, cursul valutar de echilibru este cursul valutar care asigură realizarea echilibrului intern (definit ca un nivel de deplină ocupare realizat în condiții de stabilitate a prețurilor – NAIRU: non-accelerating inflation rate of unemployment) și a echilibrului extern (definit ca acea situație în care soldul contului curent este egal cu economiile nete rezultate din echilibrul intern). Astfel ecuația care stă la baza determinării cursului valutar de echilibru este:

$$S - I = CA \quad (7)$$

unde S = economii, I = investiții, CA = soldul contului curent.

⁸⁶ Dacă ratele reale ale dobânzii sunt identice în economia națională și pe piețele din străinătate ($r = r^*$), atunci diferențialul ratelor nominale ale dobânzii ($i^* - i$) este egal cu diferențialul ratelor inflației ($p^* - p$). Reportul/deportul cursului valutar nominal va fi identic cu diferențialul ratelor inflației ($\Delta s^c = i^* - i = p^* - p$) și cursul valutar real se va menține constant (respectând teoria relativă a PPC). Dimpotrivă, dacă ratele reale ale dobânzii nu sunt identice ($r^* \neq r$), diferențialul ratelor nominale ale dobânzii nu mai este egal cu diferențialul ratelor inflației ($i^* - i \neq p^* - p$, deoarece $i^* - i = (p^* - p) + (r^* - r)$). Reportul/deportul cursului valutar nominal va fi determinat de diferențialul ratelor inflației și de diferențialul ratelor reale ale dobânzii ($\Delta s^c = i^* - i = (p^* - p) + (r^* - r)$) iar cursul valutar real se va modifica, din cauza diferențialului ratelor reale ale dobânzii (contrazicând teoria relativă a PPC).

Dintre abordările de tip IEB s-a remarcat versiunea utilizată de FMI. Experții FMI definesc două tipuri de echilibru extern: un echilibru pe termen mediu și un echilibru pe termen lung. Hansen și Roegen (2000) au utilizat varianta FMI de IEB pentru determinarea cursului valutar de echilibru pentru dolarul american, yen, dolarul canadian, euro și monedele naționale ale țărilor care au adoptat euro în 1999.

Pornind de la teoria IEB, Williamson (1983, 1994) a fondat *teoria cursului valutar fundamental de echilibru (FEER – Fundamental Equilibrium Exchange Rate)*. FEER este un concept de curs valutar de echilibru pe termen mediu. Determinarea cursului valutar fundamental de echilibru poate fi realizată în două moduri: prin estimarea unui model macroeconomic, în care se impun condițiile echilibrului intern și extern sau prin estimarea ecuației referitoare doar la echilibrul extern – această a doua metodă este cel mai des utilizată. Principala problemă a determinării FEER constă în stabilirea nivelului sustenabil al deficitului contului curent. În plus, calculul elasticității comerțului exterior nu este simplă. Un alt dezavantaj este că FEER permite doar calculul cursului valutar de echilibru aferent unei situații ideale (ocupare deplină, stabilitatea prețurilor, echilibru extern) și nu oferă informații despre cursul valutar cel mai potrivit pentru o situație reală, dată (Rawdanowicz, 2002).

Modele de tip FEER au fost utilizate de Coudert și Couharde (20002), Égert și Lahrèche-Révil (2002), Hristov (2002), Coricelli și Jazbec (2002)

O teorie similară cu FEER este *teoria cursului valutar dorit de echilibru (DEER – Desired Equilibrium Exchange Rate)*. Diferența față de FEER este că în cazul DEER echilibrul extern este definit în termeni de politică economică optimală; astfel, obiectivele politicii economice referitoare la soldul contului curent și la datoria externă sunt considerate niveluri sustenabile și optime, iar cursul valutar de echilibru este calculat pentru aceste valori (Égert, 2003).

Stein (1994) a dezvoltat *teoria cursului valutar real natural de echilibru (NATREX – Natural Real Exchange Rate)*. Această teorie este similară cu FEER, dar nivelul sustenabil (de echilibru) al contului curent nu este considerat fix și constant în timp, ci este o variabilă endogenă a modelului, fiind determinat pe baza comportamentelor de economisire și de investire.

Modelele de tip NATREX pot viza un orizont de timp mediu sau lung. Astfel de modele au fost utilizate de Detken, Dieppe, Henry, Martin și Smets (2002) pentru a calcula cursului valutar real de echilibru pentru euro.

În 1998, Clark și MacDonald fondează *teoria cursului valutar comportamental de echilibru* (BEER – *Behavioral Equilibrium Exchange Rate*). Conform acestei teorii, cursul valutar real este determinat de factori cu acțiune pe termen lung (Z_1 – evoluția veniturilor și a activelor externe), factori cu acțiune pe termen mediu (Z_2 – rata dobânzii), factori cu o acțiune tranzitorie, pe termen scurt (T), și zgomote albe (white noises – ε):

$$q = \beta_1 \times Z_1 + \beta_2 \times Z_2 + \beta_3 \times T + \varepsilon \quad (8)$$

Dacă, din această ecuație, se elimină factorii cu efecte tranzitorii și zgomotele albe, se obține componenta pe termen mediu și lung a cursului valutar real, adică, practic, cursul valutar real de echilibru:

$$q_e = \beta_1 \times Z_1 + \beta_2 \times Z_2 \quad (9)$$

Deviația cursului valutar real față de nivelul său de echilibru este deci:

$$\Delta q = q - q_e = \beta_3 \times T + \varepsilon \quad (10)$$

Modelele de tip BEER pot fi utilizate pentru un orizont de timp mediu și lung. Spre deosebire de FEER și de NATREX, modelele de tip BEER permit determinarea cursului valutar de echilibru compatibil cu valorile pe care le au la un moment dat indicatorii macroeconomici (Rawdanowicz, 2002).

Clark și MacDonald (1998) arată că spre deosebire de modelele de tip FEER, utilizate pe scară largă pentru analiza țărilor dezvoltate, modelele de tip BEER sunt mai bine adaptate studiului țărilor în curs de dezvoltare.

Într-o formă simplificată, cursul valutar real de echilibru depinde de efectul Balassa-Samuelson (reflectat în prețul relativ al bunurilor comercializabile în raport cu bunurile necomercializabile) și de activele externe nete. Efectul ratei dobânzii asupra cursului de schimb este tranzitoriu și, ca urmare, deviația cursului valutar real față de nivelul de echilibru este determinată de diferențialul ratei dobânzii. (Clark și MacDonald, 2000).

Modele de tip BEER au fost utilizate de Alberola, Cervero, Lopez și Ubide (1999), Kim și Korhonen (2002), Rahn (2003), Dufrenot și Égert (2003), Chobanov și Sorsa1 (2004), Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2004).

Rahn (2003) a utilizat modele de tip BEER și FEER pentru a calcula cursul valutar de echilibru dintre monedele țărilor ECE candidate la aderare și euro.

Pornind de la BEER și utilizând procedura de descompunere propusă de Gonzalo și Granger (1995), se poate extrage o componentă permanentă a cursului valutar – *cursul valutar permanent de echilibru (PEER – Permanent Equilibrium Exchange Rate)*. Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2001) au utilizat modele de tip BEER și PEER pentru determinarea cursului valutar real efectiv al euro.

Wadhvani (1999) a elaborat un model similar cu BEER, cunoscut sub denumirea de *model pe termen mediu a cursului valutar de echilibru (ITMEER – Intermediate Term Model-based Equilibrium Exchange Rate)*. ITMEER este un concept pe termen mediu care modelizează prima de risc ca variabilă latentă.

Dezvoltarea tehnicilor econometrice facilitează utilizarea unor *ecuații reduse pentru calculul cursului valutar de echilibru*; practic, în acest caz, este testată relația dintre cursul valutar real și o serie de indicatori⁸⁷, care ar putea explica evoluția acestuia. Relația respectivă este respinsă sau acceptată pe baza testelor econometrice efectuate, chiar în absența unei demonstrații matematice riguroase care să o confirme.

3.4.4. Efectul Balassa-Samuelson

În 1964 Balassa explica pentru prima dată motivul pentru care țările în curs de dezvoltare, care înregistrează rate înalte de creștere economică au un curs valutar real în continuă apreciere. În același an, Samuelson oferă o explicație similară. Astfel, fenomenul explicat de cei doi economiști a ajuns să fie cunoscut sub denumirea de efectul Balassa-Samuelson.

Efectul Balassa-Samuelson desemnează mecanismul prin care se produce aprecierea cursului valutar real în cursul perioadei de recuperare, din cauza unor creșteri de productivitate mai însemnate în sectorul expus concurenței internaționale decât în sectorul protejat (Coudert, 2004).

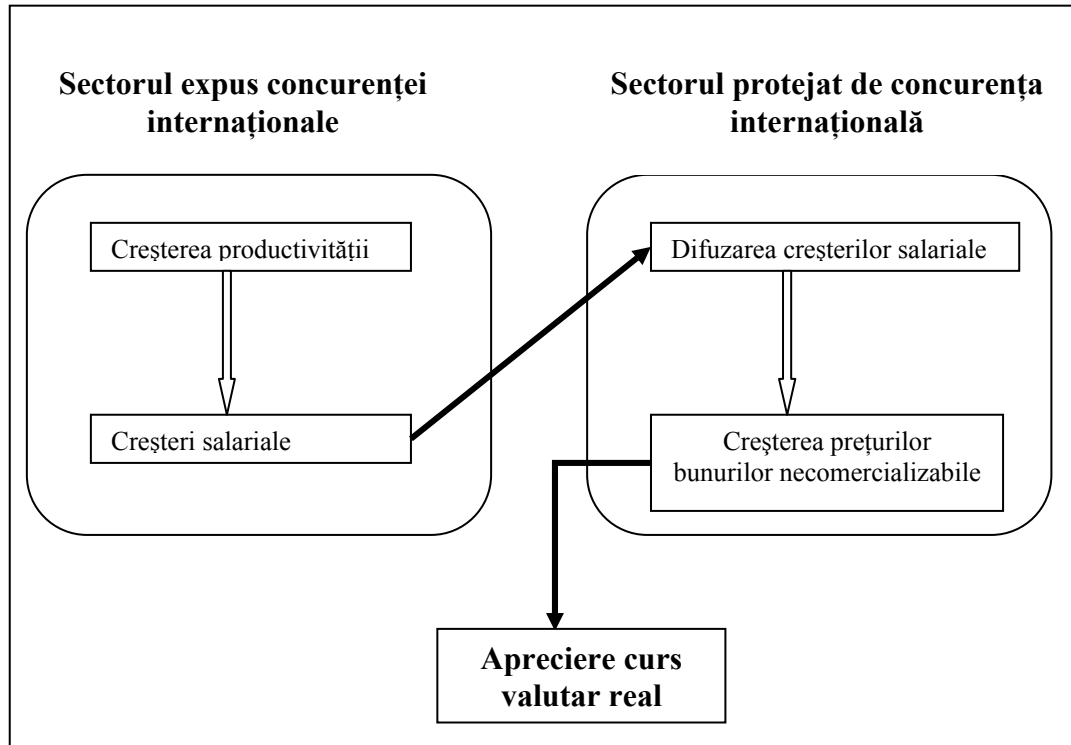
Se consideră o economie formată din două sectoare: un sector expus concurenței internaționale și un sector protejat. În condițiile unei creșteri economice susținute firmele din sectorul expus concurenței internaționale canalizează o mare parte din veniturile

⁸⁷ În anexa nr. 2 sunt prezentați indicatorii utilizați în diferite studii ca determinanți ai cursului valutar de echilibru.

obținute pentru ameliorarea tehnologiei utilizate, în scopul creșterii productivității și ameliorării competitivității. Ca urmare a creșterii productivității, angajații acestor firme solicită, în mod justificat, creșteri salariale. Deoarece forța de muncă este mobilă între cele două sectoare ale economiei, salariile din cele două sectoare se vor egaliza; astfel, creșterea productivității în sectorul expus concurenței internaționale generează creșterea salariilor în întreaga economie. Firmele din sectorul protejat nu înregistrează însă o creștere de productivitate similară, iar ca urmare acestea sunt nevoite să acopere creșterile salariale prin creșterea prețului produselor oferite pe piață. Cum acestea sunt bunuri necomercializabile, care nu intră în concurență cu bunurile oferite de producători din alte țări, creșterea prețurilor este posibilă, deoarece consumatorii nu au altă alternativă de aprovizionare cu astfel de bunuri. În acest fel creșterea productivității în sectorul expus concurenței internaționale generează creșterea prețurilor bunurilor necomercializabile, determinând aprecierea cursului valutar real (care în practică se poate realiza fie prin acceptarea unei rate mai înalte a inflației, fie prin aprecierea cursului valutar nominal).

Schematic, efectul Balassa-Samuelson este prezentat în figura nr.3⁸⁸.

Figura nr. 3 – Efectul Balassa-Samuelson



⁸⁸ Pentru o prezentare detaliată a efectului Balassa-Samuelson, a se vedea Mihaljek și Klau (2003), Égert (2004), Coudert (2004).

În practică, evaluarea corectă a efectului Balassa-Samuelson este dificilă, principala problemă fiind împărțirea economiei în cele două sectoare. Cel mai frecvent se consideră că sectorul expus concurenței internaționale este format din industrie, iar sectorul protejat din restul economiei (sau din sectorul terțiar). Această clasificare prezintă avantajul simplității, dar este inexactă. Unii autori încearcă o delimitare mai exactă a sectoarelor (Dubravko, 2002; Mihaljel și Klau, 2003), dar se confruntă cu lipsa disponibilității datelor. În plus includerea unor domenii precum industria hotelieră, transport și comunicații în sectorul expus concurenței (propusă de autorii menționați) este discutabilă.

3.4.5. Studii privind cursul valutar de echilibru în țările din Europa Centrală și de Est

Recent au apărut numeroase studii referitoare la cursul valutar de echilibru în țările ECE⁸⁹. Cele mai utilizate modele sunt cele de tip BEER⁹⁰ și FEER⁹¹. Utilizarea modelelor de tip FEER este complicată de faptul că aceste țări au trecut printr-un proces de transformare complexă a economiei naționale, care îngreunează foarte mult calculul unui nivel sustenabil pentru contul curent (Begg, Halpern și Wyplosz⁹², 1999).

Teoria PPC relativă este deseori utilizată ca punct de pornire, dar aceasta nu se verifică în cazul țărilor ECE, unde cursul valutar real s-a apreciat puternic – această constatare evidențiază necesitatea de a utiliza alte metode de calcul a cursului valutar de echilibru.

Égert (2003) utilizează teoria PPC absolută și arată că, odată cu avansarea convergenței reale, cursul valutar real (față de euro) în țările ECE tinde să se apropie de 1. Privită astfel, evoluția cursului valutar real în țările ECE pare justificată, aprecierea reală fiind un fenomen de echilibru.

⁸⁹ Pentru o sinteză a studiilor realizate pe tema cursului valutar de echilibru în țările ECE, a se vedea Égert și Lahrière-Révil (2002), Chobanov și Sorsa1 (2004).

⁹⁰ Kim și Korhonen, 2002; Rahn, 2003; Dufrenot și Égert, 2003; Chobanov și Sorsa1, 2004; Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz, 2004.

⁹¹ Coudert și Couharde, 2002; Égert și Lahrière-Révil, 2002; Hristov, 2002; Coricelli și Jazbec, 2002.

⁹² citat de Darvas (2001)

Variabila dependentă este, de obicei, cursul valutar real. Cursul valutar real efectiv este aproximat prin cursul valutar față de un coș valutar format din euro și dolar (Égert și Lahrèche-Révil, 2002 și 2003). Alte studii utilizează direct cursul bilateral față de euro (Lommatzsch și Tober, 2003).

Există însă și autori care utilizează cursul de schimb intern (prețul relativ al bunurilor comercializabile, exprimat în funcție de prețul bunurilor necomercializabile⁹³) (Coricelli și Jazbec, 2001).

În fine, există și autori care utilizează salariul în USD ca proxy pentru cursul valutar real (Halpern și Wyplosz, 1998; Kim și Korhonen, 2002).

Se constată că predomină analizele de tip PANEL, utilizându-se POOL-uri formate exclusiv din țări ECE, sau POOL-uri mai mari, în care țările ECE sunt analizate împreună cu alte țări în dezvoltare. Unii autori⁹⁴ au preferat o abordare de tip „out-of-sample”, pentru a putea calcula coeficienții care apar în ecuații pe alte grupuri de țări, pentru care există o disponibilitate mai bună a datelor; în acest fel, însă, analiza nu ține cont de specificitatea țărilor ECE. Abordarea „in-sample” este mai des utilizată, deoarece permite luarea în considerare a unor factori specifici pentru țările ECE, însă prezintă dezavantajul disponibilității reduse a datelor. Égert, Lahrèche-Révil și Lommatzsch (2004) demonstrează că abordarea „in-sample” este mai potrivită pentru țările ECE, deoarece unele variabile (precum activele externe nete și productivitatea) prezintă o evoluție specifică.

Cel mai frecvent sunt analizate țările din Europa Centrală (Polonia, Ungaria, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia). Țările baltice sunt adesea excluse, fiind considerate prea mici și prea deschise (Kim și Korhonen, 2002). România și Bulgaria apar foarte rar în astfel de studii, situație justificată de faptul că pentru aceste două țări orizontul aderării la UEM este mai îndepărtat.

Égert și Lommatzsch (2003) arată că, utilizând diferite tehnici de estimare a cursului valutar de echilibru, pentru un POOL format din țările central-europene, se obțin devieri față de nivelul de echilibru (la sfârșitul anului 2002) diferite ca mărime și chiar unele diferite ca sens (pentru Ungaria). Explicația autorilor constă în existența unor factori

⁹³ Notând prețul bunurilor comercializabile cu P_T și prețul bunurilor necomercializabile cu P_{NT} , obținem cursul

de schimb intern (Q_i) astfel: $Q_i = \frac{P_{NT}}{P_T}$ (Égert, 2003).

⁹⁴ Kim și Korhonen, 2002; Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz, 2004.

naționali specifici, care impun evaluarea cursului valutar de echilibru pentru fiecare țară în parte, pentru o mai mare exactitate.

Până în prezent, au fost realizate puține studii bazate pe serii temporare pentru fiecare țară în parte, astfel de analize fiind îngreunate de perioada relativ scurtă ce poate fi luată în considerare și de indisponibilitatea unor date cu frecvență mare (lunară sau trimestrială). În plus, utilizarea unor date cu frecvență anuală (sau semi-anuală) este preferabilă, dar nu este posibilă decât în abordările de tip PANEL (în cazul seriilor temporare, numărul de observații obținut este insuficient). Cursul valutar de echilibru a fost determinat pe baza seriilor temporare pentru:

- Polonia (Dibloogu-Kutan, 2000; Rawdanowicz, 2002; Kemme și Roy, 2002);
- Ungaria (Avallone și Lahrèche-Révil, 1998; Dibloogu-Kutan, 2000);
- Republica Cehă (Smidkova, 1998; Frait și Lomarek, 1998; Smidkova, Barrell și Holland, 2002);
- Slovacia (FMI, 1998);
- Slovenia (Smidkova, Barrell și Holland, 2002);
- Estonia (Filipozzi, 2000; Hristov, 2002);
- Letonia (Bitans, 2002; Beguna, 2002);
- Lituania (Alonso-Gamo, Fabrizio, Kramarenko și Wang, 2002; Vetlov, 2002);
- Bulgaria (Chobanov și Sorsa1, 2004);
- România (FMI⁹⁵, 2003c);

Majoritatea studiilor efectuate pe cazul țărilor ECE arată că nu există deviații importante ale cursului valutar față de nivelul său de echilibru (Coudert și Couharde, 2002 ; Kim și Korhonen, 2002). Cursul de echilibru pentru țările ECE nu este constant, ci evoluează în timp, odată cu evoluția variabilelor fundamentale și cu procesul de recuperare economică. Rahn (2003) ajunge la concluzia că la începutul anului 2002 cursul monedelor țărilor central-europene era supraevaluat cu 6-17% față de euro. La o concluzie similară ajung Égert și Lommatzsch (2003) (supraevaluare de 4-15%). Lahrèche-Révil (2004) arată că, la începutul anului 2004, unele monede ale țărilor ECE (zlotul și forintul) erau subapreciate față de euro, astfel că, pentru ansamblul țărilor ECE studiate (cele opt țări ECE care au devenit membre ale UE în mai 2004), deviația cursului de schimb (bilateral față de

⁹⁵ Practic în acest studiu sunt identificați factorii care influențează evoluția pe termen lung a cursului valutar real al leului (intrările nete de capitaluri și termenii comerțului exterior). Conform FMI (2003c), la sfârșitul anului 2001 cursul valutar real efectiv al leului se situa la nivelul de echilibru.

euro) față de nivelul de echilibru se situa între -12% și +15% (subevaluarea fiind indicată cu minus).

Cursul valutar real a urmat aceeași traiectorie în toate țările ECE: o depreciere puternică la începutul anilor '90, urmată de o apreciere continuă (a cărei dimensiune depinde de regimul valutar adoptat: s-au înregistrat aprecieri mai puternice în cazul regimurilor de cursuri fixe)⁹⁶.

Aprecierea cursului valutar real nu a condus (în general) la o supraevaluare, ci a corectat parțial subevaluarea inițială a monedelor acestor țări (Kim și Korhonen, 2002; Darvas, 2003) și a urmat tendința de apreciere manifestată de cursul de echilibru (Coricelli și Jazbec, 2002). Prin urmare, acest proces de apreciere trebuie privit ca o evoluție normală, specifică recuperării (reducerii decalajului economic). De Broeck și Sløk (2001) arată că o recuperare de 1% în termeni de PIB/locuitor (exprimat în PPC) este asociată cu o apreciere reală de 0,4%.

Utilizând un model de tip FEER, *Coudert și Couharde (2002)* arată că, pentru țările ECE cursul valutar real este apropiat de nivelul său de echilibru și, prin urmare, paritățile actuale sunt sustenabile. Autoarele recunosc că există anumite dificultăți privind calculul elasticității comerțului și a nivelului sustenabil al contului curent (două variabile care apar în model ca și determinanți ai cursului de echilibru), dar arată că rezultatele nu sunt sensibile la modificarea nivelului acestor variabile.

Într-un studiu care vizează determinarea cursului valutar de echilibru între zlotul polonez și euro, *Rawdanowicz (2002)* arată că alegerea unei anumite parități de conversie nu are efecte importante pe termen lung (deoarece pe termen lung echilibrul va fi realizat prin ajustarea prețurilor și salariilor), dar poate crea tensiuni pe termen scurt, dacă paritatea de conversie diferă semnificativ de cursul valutar de echilibru.

Schnabl (2003) arată că nivelul prezent al cursurilor valutare nominale ale țărilor ECE sunt sustenabile și propune ca soluție optimă pentru țările ECE adoptarea unui etalon-euro neoficial, considerând că fixarea cursului de schimb în raport cu euro nu prezintă riscuri majore pentru aceste țări.

⁹⁶ Égert (2002) arată că, în ultimii ani, aprecierea reală poate fi explicată în mare măsură prin diferențialul ratei inflației; cum în țările ECE regimurile de curs valutar flexibile sunt asociate cu rate ale inflației mai ridicate decât cele aferente regimurilor fixe, se poate aprecia că menținerea unui grad mai ridicat de flexibilitate a cursului valutar va fi asociată cu deviații mai importante ale cursului valutar față de nivelul de echilibru.

Égert și Lahrèche-Révil (2003) calculează cursul valutar de echilibru pentru cinci țări ECE (Ungaria, Polonia, Republica Cehă, Slovacia și Slovenia) utilizând un model mixt, care combină metodologia BEER și metodologia FEER. Cursul valutar real este calculat în raport cu un coș valutar format din euro și din dolar (ponderea euro se situează între 64% pentru Polonia și 89% pentru Slovenia). Ulterior, pe baza acestui curs real este calculat cursul valutar nominal de echilibru în raport cu euro. Autorii ajung la concluzia că, în Ungaria și Slovenia, cursul valutar nominal față de euro se situează la nivelul de echilibru, în timp ce pentru celelalte țări analizate se înregistrează deviații de 10-15% față de nivelul dezechilibrului. Studiul arată că o participare cu succes la SME II implică alegerea unui curs pivot credibil și angajamentul băncii centrale naționale și a BCE de a apăra acest curs; deși, în aceste condiții, realizarea stabilității cursului de schimb pare facilă, prelungirea duratei de participare la SME II este însoțită de creșterea riscului de ieșire din banda de $\pm 15\%$.

Crespo-Cuaresma, Fidrmuc și MacDonald (2003) utilizează abordarea monetară pentru a calcula cursul valutar de echilibru față de euro pentru șase țări ECE (cele care au adoptat un regim de curs valutar flexibil: Republica Cehă, Ungaria, Polonia, Slovacia, Slovenia și România). Autorii au ales această abordare deoarece permite calculul cursului valutar nominal de echilibru. O contribuție a acestui studiu este extinderea modelului clasic pentru a reflecta și efectul Balassa-Samuelson. Modelul cuprinde ca variabile explicative ale evoluției cursului valutar nominal următoarele: masa monetară, producția industrială, rata pasivă bancară a dobânzii și prețul relativ al bunurilor comercializabile, în raport cu bunurile necomercializabile (ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson). Autorii arată că, în 2002, cursul valutar nominal al țărilor analizate era ușor supraapreciat în raport cu euro, în special în Republica Cehă și în Slovacia.

Crespo-Cuaresma, Fidrmuc și Silgoner (2004) studiază cursul valutar de echilibru pentru România și Turcia, cu ajutorul abordării monetare, precum și posibilele strategii de ieșire din consiliul monetar pentru Bulgaria și Croația. Rezultatele nu indică deviații importante ale cursului valutar față de nivelul său de echilibru pentru țările studiate. Pentru Bulgaria și Croația, abandonarea consiliilor monetare ar putea fi urmată de deprecierea cursului valutar. Ca urmare, strategia de curs valutar adoptată de aceste țări pare optimă și ar trebui menținută și în cadrul SME II, până la adoptarea euro.

Efectul Balassa-Samuelson este prezent în țările candidate, dar nivelul său este slab – sub 3% în majoritatea studiilor empirice (Égert, Drine, Lommatzsch și Rault, 2002;

Crespo-Cuaresma, Fidrmuc și MacDonald, 2003; Kovacs, 2003) și chiar sub 1% în studiile realizate de MacDonald și Wójcik⁹⁷ (2002), și Dubravko⁹⁸ (2002).

Halpern și Wyplosz (2001) arată că efectul Balassa-Samuelson trebuie privit ca un fenomen de echilibru în țările ECE și, deci, nu trebuie frânat, deoarece aprecierea reală reflectă evoluția naturală a unei economii în recuperare, fiind cea care permite creșterea nivelului de trai.

Darvas (2001) arată că, în Ungaria, diferențialul de productivitate este mult mai mare decât în alte țări ECE, iar aprecierea reală a forintului a fost mai redusă decât aprecierea altor monede central și est-europene. Ca urmare, autorul sugerează că efectul Balassa-Samuelson nu poate fi considerat responsabil de aprecierea reală a monedelor țărilor ECE.

În majoritatea țărilor ECE, se observă că ameliorarea productivității este însoțită de aprecierea reală a monedei, dar există două canale de transmisie: efectul Balassa-Samuelson și cererea de investiții (Fischer C., 2002; Deutsche Bundesbank, 2002). Un rol important îl au și prețurile administrate (MacDonald și Wójcik, 2002).

Coricelli și Jazbec (2002) identifică drept principale cauze ale aprecierii cursului valutar real creșterea producției industriale, liberalizarea prețurilor, reforma sistemului fiscal, intrările de capitaluri, îmbunătățirea calității produselor. Creșterea productivității a fost inițial efectul realocării forței de muncă dinspre sectorul de stat către sectorul privat; după ce aceste realocări s-au încheiat, creșterea productivității a fost determinată de progresul tehnologic și a stat la bază efectului Balassa-Samuelson, contribuind ca aprecierea cursului valutar real.

Pentru România, un model dezvoltat de FMI (2003c) arată că în țara noastră efectul Balassa-Samuelson și evoluția productivității nu pot explica evoluția cursului valutar real.

Studiile realizate până în prezent par să indice faptul că în țările ECE aprecierea cursului valutar real este un fenomen de echilibru, unul prin principalii factori determinanți ai acestei evoluții fiind efectul Balassa-Samuelson. Rezultatele studiilor prezentate indică prezența unor deviații foarte reduse ale cursului valutar real față de nivelul teoretic de echilibru, existând însă și studii care identifică deviații mai importante, de peste 10%.

⁹⁷ Între 0,2% și 0,6%.

⁹⁸ Cu excepția Sloveniei, pentru care este 1,8%

Partea a doua :

**De la Uniunea
Economică
europeană la
Uniunea Monetară
Europeană**

IV. CONSECINȚELE UNIFICĂRII MONETARE EUROPENE PENTRU ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST

4.1. PRINCIPALELE DOMENII AFECTATE DE UNIFICAREA MONETARĂ EUROPEANĂ

Odată cu unificarea monetară europeană, aderarea la UE implică automat și aderarea la UEM (chiar dacă aceasta are loc la o dată ulterioară). Principalele consecințe pentru țările care doresc să adere la UE (deci și pentru țările ECE analizate) se referă la apariția unor noi elemente de acquis comunitar (care trebuie transpuse în legislația națională de către țările candidate), la adoptarea unei politici monetare care să faciliteze trecerea la politica monetară comunitară și să asigure îndeplinirea criteriului inflației, adoptarea unui regim de curs valutar compatibil cu SME II și care să asigure îndeplinirea criteriului referitor la cursul de schimb. Mai există și unele consecințe specifice pentru țările ECE – tranziția acestor țări de la o economie centralizată la o economie de piață este în linii mari încheiată, însă, în plan financiar, există decalaje importante față de țările vest-europene: sectoare financiare mult mai slab dezvoltate, sisteme de plăți care nu permit efectuarea tranzacțiilor în timp real. Aceste diferențe nu reprezintă obstacole importante pentru aderarea la UE, însă perspectiva aderării la UEM impune dezvoltarea sectoarelor financiare (pentru ca acestea să poată asigura în mod eficient transmiterea politicii monetare comune) și modernizarea sistemelor de plăți (pentru ca acestea să poată fi conectate la TARGET). Nu în ultimul rând, este necesară alinierea definițiilor și a metodelor de calcul a indicatorilor monetari și financiari la cele utilizate în zona euro.

4.1.1. Legislația națională

Principalele modificări ale acquis-ului comunitar provocate de unificarea monetară europeană se referă la băncile centrale naționale. Astfel, până la momentul aderării țărilor ECE la UE, legislația națională a acestora trebuie să asigure independența băncii centrale; mandatul guvernatorului băncii centrale nu poate fi mai mic de 5 ani, guvernatorul putând fi înlocuit doar dacă nu mai îndeplinește condițiile pentru a ocupa această funcție sau dacă a comis greșeli grave; legislația națională trebuie să fie compatibilă cu funcționarea SEBC.

Activitatea Băncii Naționale a Bulgariei este reglementată de Legea privind Banca Națională a Bulgariei (iunie 1997, modificată se mai multe ori, cel mai recent în 2002). Banca Națională a Bulgariei răspunde doar în fața Parlamentului. Nu poate acorda credite statului, nici băncilor comerciale, decât în limite clar stabilite de lege (credit acordat contra DST, în cazul statului; credite acordate băncilor comerciale, doar pentru a acoperi riscurile de lichiditate ce pot afecta stabilitatea sistemului bancar, în limita excedentului de rezerve valutare, ce depășește valoarea pasivelor băncii). Guvernatorul este numit de parlament, iar cei trei membri din Consiliul de administrație sunt numiți de președinte, toți având un mandat de 6 ani. Principalul obiectiv al Băncii Naționale a Bulgariei constă în menținerea stabilității monedei naționale și asigurarea unor mecanisme de plăți eficiente.

Banca Estoniei își desfășoară activitatea conform reglementărilor prevăzute în Constituția Republicii Estonia (în vigoare din iulie 1992), Legea privind banca centrală a Republicii Estonia (iunie 1993, modificată în mai 1994), Legea monetară a Republicii Estonia (iunie 1992) și Statutul Băncii Estoniei (septembrie 1996). Banca Estoniei răspunde doar în fața Parlamentului. Este condusă de un consiliu de administrație format din guvernatorul băncii, numit de președintele republicii și opt membri numiți de Parlament. Principalele obiective ale Băncii Estoniei se referă la asigurarea stabilității monedei naționale și a capacității acesteia de a îndeplini toate funcțiile unei monede, asigurarea stabilității și eficienței sistemului bancar și a întregului sector financiar, promovarea dezvoltării piețelor financiare, facilitarea creșterii economice și bunăstării generale, sprijinirea politicii economice a guvernului, cât timp aceasta nu intră în contradicție cu primul obiectiv.

Banca Letoniei își desfășoară activitatea în conformitate cu Legea privind Banca Letoniei (mai 1992, modificată se mai multe ori, cel mai recent în 2002). În cazul Băncii Letoniei, atât guvernatorul cât și ceilalți membri ai Consiliului de administrație sunt numiți

de Parlament, având un mandat de 6 ani, iar independența acestei instituții este precizată expres în legislația națională. Stabilitatea prețurilor interne reprezintă principalul obiectiv al Băncii Letoniei (alte obiective se referă la încurajarea concurenței, a alocării libere și eficiente a resurselor și la stabilitatea sistemului financiar).

Legile de bază ce reglementează activitatea băncii centrale din Lituania sunt Legea privind Banca Lituaniei (martie 2001) și Rezoluția privind stabilirea monedei ancoră și a cursului de schimb oficial al litasului (iunie 2001). Guvernatorul Băncii Lituaniei are un mandat de cinci ani și este numit de Parlament; ceilalți zece membri ai consiliului de administrație sunt numiți de președintele republicii și au un mandat de nouă ani. Principalele obiective ale băncii centrale a Lituaniei se referă la stabilitatea monedei naționale, asigurarea funcționării corespunzătoare a pieței valutare și a sistemului de plăți, și sprijinirea politicii economice a guvernului, cât timp aceasta nu intră în conflict cu primul obiectiv.

Banca centrală a Poloniei își desfășoară activitatea în conformitate cu Actul privind Banca Națională a Poloniei (august 1997, modificat în august 2001). Președintele băncii centrale poloneze este numit de președintele Poloniei, având un mandat de 6 ani. Cei nouă membri ai Consiliului de administrație sunt numiți, în număr egal, de președintele țării și de cele două camere ale Parlamentului (având de asemenea un mandat de 6 ani). Principalul obiectiv al băncii centrale poloneze este stabilitatea prețurilor și sprijinirea politicii economice generale, atât timp cât aceasta nu intră în conflict cu primul obiectiv precizat.

Activitatea băncii centrale cehe este reglementată de Actul Nr. 6/1993 privind Banca Națională Cehă. În statutul Băncii Naționale a Cehiei, se precizează independența acesteia față de guvern și alte instituții publice și faptul că nu poate acorda împrumuturi guvernului sau administrației publice. Răspunde în fața Parlamentului, prezentând rapoarte cel puțin de două ori pe an. Principalul său obiectiv se referă la stabilitatea monedei naționale.

Banca Națională a Slovaciei își desfășoară activitatea în conformitate cu Actul Consiliului Național al Republicii Slovacia privind Banca Națională a Slovaciei (noiembrie 1992, modificat de mai multe ori, cel mai recent în 2001). Președintele statului este cel care numește (și poate demite) guvernatorul și vice-guvernatorii băncii centrale slovace. În consiliul de administrație al Băncii Naționale a Slovaciei, guvernatorul, vice-guvernatorul și șeful directorilor executivi au un mandat de 6 ani, mandatul celorlalți membri fiind de patru ani. Principalul obiectiv al băncii centrale slovace se referă la stabilitatea monedei naționale și, în limitele acestui obiectiv, sprijinirea politicii economice a guvernului.

În Slovenia, *cadrul legal de funcționare a Băncii Sloveniei* are la bază Legea privind Banca Sloveniei (iulie 2002). Banca centrală slovenă este independentă și nu poate acorda credite statului (nici UE, nici altor membri ai UE), cu excepția creditelor rambursabile în aceeași zi⁹⁹. Principalul obiectiv al Băncii Sloveniei este menținerea stabilității monedei naționale și a lichidității necesare pentru buna desfășurare a plăților interne și internaționale

În Ungaria, *cadrul legal privind domeniul monetar-bancar* are la bază Actul LX din 1991 privind Banca Națională a Ungariei (modificat în repetate rânduri, cel mai recent în 2001). Banca Națională a Ungariei este independentă, condusă de un președinte care are un mandat de 6 ani și este numit de președintele țării. Principalele obiective ale băncii centrale maghiare se referă la protejarea puterii de cumpărare interne și externe a monedei naționale și sprijinirea programului guvernamental de politică economică prin politica monetară, în timp ce principalele sale atribuții sunt prevăzute în Constituția Ungariei.

În ceea ce privește *România*, autoritățile române au făcut eforturi pentru a transpune prevederile acquis-ului comunitar privind domeniul financiar în legislația internă. Ultimele incompatibilități cu funcționarea SEBC au fost eliminate prin adoptarea noii legi privind statutul Băncii Naționale a României în iunie 2004 (Legea nr.312/2004 privind Statutul Băncii Naționale a României). Independența BNR este expres prevăzută în lege (înainte de adoptarea Legii 321/2004, nu exista o precizare clară în acest sens, însă „de facto”, banca centrală a României se bucura de un grad ridicat de independență). BNR nu poate acorda nici un fel de credite statului, iar obiectivul său principal este „asigurarea și menținerea stabilității prețurilor”, formulă care elimină ambiguitățile existente în legea anterioară¹⁰⁰. BNR este condusă de un consiliu de administrație format din nouă membri numiți de Parlament, la propunerea comisiilor permanente de specialitate ale celor două Camere ale Parlamentului. Mandatul acestora este de 5 ani și poate fi reînnoit (legea anterioară prevede un mandat de 6 ani). Revocarea din funcție se face de Parlament, în cazul comiterii unor

⁹⁹ Vechea lege privind Banca Sloveniei permitea acesteia să acorde statului credite pe termen scurt, rambursabile în același exercițiu financiar, în limita a 5% din bugetul de stat.

¹⁰⁰ Legea nr. 101/1998 privind Statutul Băncii Naționale a României preciza că „obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României este asigurarea stabilității monedei naționale, pentru a contribui la stabilitatea prețurilor”, iar „pentru atingerea obiectivului său fundamental, Banca Națională a României elaborează, aplică și răspunde de politica monetară, valutară, de credit, de plăți, precum și de autorizarea și supravegherea prudențială bancară, în cadrul politicii generale a statului, urmărind funcționarea normală a sistemului bancar și participarea la promovarea unui sistem financiar specific economiei de piață” – formulare considerată ambiguă și neclară de către Comisia Europeană.

greșeli deosebit de grave sau atunci când nu mai sunt îndeplinite condițiile de eligibilitate. Ministerul finanțelor și directorul Trezoreriei statului pot participa la ședințele Consiliului de Administrație al BNR, dar fără drept de vot.

După cum se poate observa, în toate cele zece țări ECE analizate, cadrul legislativ respectă cerințele comunitare (cu excepția posibilității unor bănci centrale de a acorda credite Statului), din acest punct de vedere țările ECE fiind deja pregătite pentru aderarea la zona euro: legislația privind statutul băncii centrale asigură independența acestei instituții, mandatul membrilor organelor de conducere ale băncilor centrale este de peste 5 ani, împrumuturile ce pot fi acordate de banca centrală statului sunt interzise (sau limitate și foarte strict reglementate), iar obiectivul principal al băncilor centrale este stabilitatea prețurilor, la fel ca și în cazul Eurosistemului (chiar dacă formulările exacte diferă de la o țară la alta).

4.1.2. Politica monetară

În cadrul UEM, strategia de politică monetară unică elaborată de BCE țintește agregatele monetare, vizând o creștere anuală de maxim 4,5% a M3. Această rată de creștere este considerată compatibilă cu obiectivul fundamental al BCE, de stabilitate a prețurilor – definită ca o rată anuală a inflației inferioară limitei de 2%. Deoarece este precizat foarte clar (în termeni cantitativi) un obiectiv privind rata inflației, unii economiști consideră că strategia de politică monetară comunitară este „de facto” o strategie de țintire a inflației (Svensson, 2000; Cărare și Stone, 2003).

Când a fost înființată zona euro, politica monetară unică a fost concepută în așa fel, încât să se asigure o cât mai mare continuitate politicilor monetare naționale implementate de țările membre ale zonei euro înainte de 1999. Acum, când politica monetară este clar definită și implementată de mai bine de cinci ani în cadrul UEM, este rândul țărilor candidate la aderare să-și stabilească politica monetară națională ce va fi implementată până la intrarea în zona euro în așa fel încât să poată îndeplini criteriul de convergență referitor la inflație și să asigure o trecere lină la politica monetară comunitară.

Strategiile de politică monetară adoptate de țările ECE sunt prezentate în tabelul nr.6. Se observă că țările care au adoptat un regim de curs valutar fix au o politică monetară subordonată obiectivului de menținere a stabilității cursului valutar nominal. Dintre celelalte țări ECE, trei au adoptat o strategie de țintire directă a inflației (ȚDI – direct inflation

targeting). România se pregătește și ea pentru adoptarea unei strategii de ȚDI în anul 2005. Slovacia utilizează o strategie mixtă, care țintește atât inflația cât și cursul de schimb, în timp ce Slovenia utilizează o strategie care țintește agregatele monetare.

Tabelul nr.6 – Strategiile de politică monetară ale țărilor ECE

Țara	Strategie (obiective intermediare)
Bulgaria	Cursul valutar – din iulie 1997 strategie bazată pe consiliu monetar
Estonia	Cursul valutar – din iunie 1992 strategie bazată pe consiliu monetar
Letonia	Cursul valutar și controlul masei monetare
Lituania	Cursul valutar – din aprilie 1994 strategie bazată pe consiliu monetar
Polonia	Țintirea directă a inflației – din 1999
Rep. Cehă	Țintirea directă a inflației – din 1998
România	Cursul valutar ¹⁰¹
Slovacia	Inflația, cursul valutar, (obiectiv intermediar: creșterea masei monetare)
Slovenia	Creșterea masei monetare (control sever al bazei monetare); Reducerea inflației și a volatilității ratei dobânzii
Ungaria	Țintirea directă a inflației – din 2001

Sursa: Comisia Europeană

Consiliul monetar instituit în *Bulgaria*, spre deosebire de consiliul monetar clasic, permite implementarea unor elemente de politică monetară, prin intermediul unor instrumente tradiționale, precum rezervele minime obligatorii, dar și cu ajutorul unor instrumente specifice consiliului monetar, rezultate din includerea rezervelor fiscale guvernamentale în categoria contraposturilor monedei; în acest fel, intenționat sau nu, guvernul conduce o politică monetară discreționară prin care poate reacționa la șocurile produse de circulația liberă a capitalurilor și de volatilitatea acestora.

Sistemul monetar din *Estonia* se caracterizează printr-un curs valutar fix (în cadrul unui consiliu monetar), absența instrumentelor tradiționale de politică monetară și libera circulație a capitalurilor. Masa monetară este influențată de modificările ratei dobânzii, care urmează evoluția ratelor dobânzii pe piețele monetare externe. O altă trăsătură caracteristică a economiei estoniene este absența titlurilor de stat, în condițiile unui deficit bugetar foarte modest.

Dezvoltarea sectorului financiar din *Letonia* influențează operațiunile de open-market și canalele de transmisie a politicii monetare. Cursul valutar este folosit ca țintă

¹⁰¹ Conform BNR, strategia de politică monetară a României este bazată pe țintirea agregatelor monetare, fiind prevăzută trecerea la o strategie de ȚDI în 2005.

monetară, deoarece economia națională este mică, are un grad mare de deschidere și în plus cererea de bani este foarte volatilă în Letonia. Circulația liberă a capitalurilor și regimul valutar fix limitează capacitatea Băncii Letoniei de a conduce o politică monetară autonomă și de a stabili nivelul ratelor dobânzii. Prin urmare, banca centrală letonă nu încearcă să impună un anumit nivel al ratelor dobânzii, ci să reducă volatilitatea acestora. Principalul instrument de politică monetară constă în acorduri de swap pe termen lung.

Din cauza consiliului monetar ce utilizează dolarul american drept ancoră, *Banca Lituaniei* nu a condus o politică monetară independentă, ci a importat condițiile monetare din SUA. Din 2 februarie 2002, dolarul a fost înlocuit cu euro și de atunci, politica monetară a Eurosistemului a determinat condițiile monetare din Lituania. În perspectiva aderării la UEM, Banca Lituaniei s-a angajat să continue reducerea nivelului rezervelor minime obligatorii pentru a se alinia complet la cerințele Eurosistemului¹⁰².

Din 1999 *Polonia* a adoptat o strategie de politică monetară bazată pe ȚDI. Mecanismele de transmitere a politicii monetare s-au dovedit însă lente și ineficiente, reducând din eficiența politicii monetare. În acest context, mecanismul de transmitere a politicii monetare prin intermediul cursului valutar rămâne cel mai eficient. În perspectiva aderării la UE, Polonia a hotărât să continue privatizarea sistemului bancar și consolidarea sectorului financiar, liberalizarea mișcărilor de capital și creșterea eficienței canalelor de transmitere a politicii monetare. Țintele utilizate recent pentru inflație au fost de 4,0 – 6,0% pentru decembrie 2002 și 4% pentru decembrie 2003.

Instrumentele de politică monetară utilizate de *Banca Națională a Cehiei* sunt deja deplin armonizate cu cele utilizate de Eurosistem. Astfel, se utilizează operațiuni de tip repo, cu termen de 2 săptămâni și, mai rar, operațiuni pe termene la lungi (de 3 luni); nivelul rezervelor minime obligatorii este de 2% și, din 1999, există o facilitate de depozit. Principalul canal de transmisie a politicii monetare este cel al ratei dobânzii. Creditul s-a redus în ultimii ani, pe fondul unei monetizări mai intense la începutul tranziției, comparativ cu alte țări ECE. Ca strategie de politică monetară, din 1998 Republica Cehă practică ȚDI. Ținta a fost stabilită astfel încât să permită reducerea graduală a ratei inflației până la nivelul de 2,0%, stabilit ca țintă pentru sfârșitul anului 2005 (cu o bandă de toleranță de $\pm 1\%$).

Banca Națională a Slovaciei a trecut treptat la utilizarea instrumentelor indirecte de politică monetară, în prezent instrumentul cel mai utilizat fiind operațiunile de open-market.

¹⁰² Modul de calcul al acestora este deja armonizat cu cel din UEM.

A fost instituită o facilitate marginală de credit și o facilitate marginală de depozit. Politica monetară țintește concomitent inflația și cursul de schimb, iar ca obiectiv intermediar se utilizează rata de creștere a agregatelor monetare.

În *Slovenia* rata interbancară a dobânzii este un instrument important al politicii monetare, deși canalul de transmitere a politicii monetare prin rata dobânzii s-a dovedit până acum lent și ineficient, în special din cauza indexărilor din economie, apărute pe fondul unei rate ridicate a inflației. Cursul valutar are o importanță deosebită, deoarece economia națională este de dimensiuni reduse și prezintă un grad ridicat de deschidere, agenții economici având posibilitatea de a contracta credite pe piețele internaționale.

Principalul instrument de politică monetară utilizat în *Ungaria* constă în operațiuni de open-market, tip repo și depo, la 2 săptămâni. În plus, banca centrală a Ungariei emite titluri cu scadența de 3 luni. Doar băncile și instituțiile de credit specializate sunt autorizate să efectueze operațiuni cu Banca Națională a Ungariei. Din iunie 2001, politica monetară se bazează pe ȚDI. Ținta stabilită a fost de 6,0 – 8,0% pentru decembrie 2001 și respectiv de 3,5 – 5,5% pentru decembrie 2002. Pe termen lung, ținta a fost stabilită la 2,0% (în 2002 Ungaria estima că va atinge această țintă cel târziu în martie 2004).

În *România*, în contextul unor rate ridicate ale inflației, *principalul obiectiv al BNR* este reducerea inflației, pentru a putea ajunge la o situație de stabilitate a prețurilor. Un alt obiectiv urmărit de politica monetară este remonetizarea economiei românești prin metode neinflaționiste – având în vedere paradoxul actual, al unor rate înalte ale inflației asociate cu o economie submonetizată, raportul dintre M2 și PIB fiind de aproximativ 20%.

Politica monetară a României folosește *instrumente* adaptate realităților economice autohtone (piețe financiare insuficient dezvoltate, rol redus al ratei dobânzii). În 1996 principalele instrumente de politică monetară au fost coeficientul rezervelor minime obligatorii și creditele de refinanțare (creditul structural, creditul de licitație, creditul special, creditul lombard). De atunci, aceste instrumente au fost modificate și aliniate celor utilizate în țările cu economie de piață, BNR renunțând la utilizarea instrumentelor directe (credite direcționate, structurale) și preferându-le pe cele indirecte, compatibile cu economia de piață.

Rescontul este practic inexistent, datorită folosirii pe scară foarte redusă a titlurilor private. Creditele structurale au fost folosite până în 1997, (rata dobânzii aferentă acestor credite având un rol similar taxei de rescont), prin intermediul lor fiind favorizate ramurile economice considerate de autorități prioritare. În locul operațiunilor de open-market, s-au

utilizat creditele de licitație (Cerna, 2000). Din 1999, odată cu creșterea volumului titlurilor financiare emise de stat și cu apariția unei piețe secundare pentru acestea, au început să fie utilizate și în România operațiunile de open-market. Coeficientul rezervelor minime obligatorii este un alt instrument folosit de BNR, având în România o importanță mai mare decât în alte țări. Un instrument folosit intensiv de BNR este atragerea de depozite de la băncile comerciale, în scopul sterilizării excedentului de monedă din economie¹⁰³. Acest instrument este însă foarte costisitor.

Se urmărește, în continuare, dezvoltarea instrumentelor de politică monetară, creșterea gradului lor de compatibilitate cu economia de piață, diversificarea instrumentelor utilizate pentru sterilizarea lichidităților pe termen lung sau definitiv, îmbunătățirea infrastructurii necesare pentru a putea utiliza aceste instrumente și recâștigarea de către BNR a unei poziții de creditor net în raport cu sistemul bancar.

Canalele de transmisie a politicii monetare a BNR sunt într-o fază incipientă de formare. Caracterul distorsionat al unor canale de transmisie a politicii monetare și lipsa de eficacitate a altora reduc marja de manevră a politicii monetare în combaterea inflației. Canalul creditului este subminat de existența unui excedent structural de lichiditate, de fenomenul de substituție a creditelor în lei cu cele libelate în valută, precum și de manifestările de hazard moral. Canalul ratei dobânzii s-a dovedit în România mai eficient în impulsivitatea economisirii prin atragerea de depozite decât în influențarea volumului creditului¹⁰⁴. Acest canal pare să acționează prin intermediul ratelor nominale ale dobânzilor, nivelul lor real părând a fi mai puțin relevant. Cel mai eficient canal de transmitere a politicii monetare a fost cel al cursului valutar. Recent, politica de dobânzi a BNR a câștigat în transparență și eficacitate, nivelul plafoanelor de dobândă pentru scadențele de 1 lună și 3 luni la operațiunile de open-market devenind cel mai important semnal privind orientarea politicii monetare.

¹⁰³ BNR nu este singura bancă centrală care folosește acest instrument. Atragerea de depozite de la băncile comerciale este o practică destul de comună pentru băncile centrale din țările ECE, urmare a situației acestora de debitor net pe piața monetară (în țările ECE multe bănci comerciale prezintă un exces de lichiditate și nu o nevoie netă de finanțare, iar instrumentele de politică monetară au fost adaptate acestei realități).

¹⁰⁴ Antohi, Udrea și Braun (2003) arată că rata dobânzii BNR influențează direct rata dobânzii depozitelor la termen; rata dobânzii creditelor bancare însă nu este direct influențată de rata dobânzii pentru operațiunile de absorbție monetară derulate de BNR, ci de rata dobânzii depozitelor la termen; atât rata dobânzii pentru depozitele la termen cât și rata dobânzii la credite sunt afectate de rata dobânzii la rezervele minime obligatorii.

Strategia de politică monetară adoptată de BNR este bazată pe țintirea agregatelor monetare¹⁰⁵ (monetary targeting). Ca obiectiv operațional se utilizează controlul bazei monetare (M0), iar ca obiectiv intermediar controlul masei monetare în sens larg (M2).

BNR a decis să păstreze această politică monetară (utilizând ca țintă agregatele monetare) și în 2004, dar se pregătește pentru adoptarea unei noi strategii de politică monetară în anul 2005: țintirea directă a inflației (ȚDI)¹⁰⁶.

BNR precizează că ȚDI este o strategie superioară celei utilizate în prezent, datorită avantajelor pe care le prezintă (ȚDI permite realizarea dezinflației cu costuri moderate, oferă o ancoră pentru expectațiile inflaționiste, permite utilizarea tuturor instrumentelor de politică monetară pentru atingerea obiectivului fundamental de stabilitate a prețurilor, reprezintă un regim flexibil și transparent). Însă pentru a putea adopta această strategie, trebuie îndeplinite anumite condiții, pe care România le îndeplinește doar parțial. Experiențele altor țări arată că, de obicei, s-a adoptat ȚDI doar după ce rata anuală a inflației a coborât sub limita de 10%¹⁰⁷.

Elementele esențiale pentru implementarea ȚDI se referă la:

- existența unui singur obiectiv principal al politicii monetare – stabilitatea prețurilor (orice alte obiective trebuie să treacă în plan secundar, iar politica economică nu trebuie să țintească nivelul nici unei alte variabile nominale) (Masson, Savastano și Sharma, 1997; Popa, 2000; Buitier și Grafe, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);
- credibilitatea băncii centrale¹⁰⁸ (Buitier și Grafe¹⁰⁹, 2002; Isărescu, 2003);
- independența băncii centrale (Masson, Savastano și Sharma, 1997; Popa, 2000; Hrnčir și Smidkova, 2001; Isărescu, 2003);

¹⁰⁵ conform BNR (FMI și Comisia Europeană o consideră o strategie bazată pe țintirea cursului valutar).

¹⁰⁶ Pentru o descriere detaliată a țintirii directe a inflației, a se vedea Masson, Savastano și Sharma (1997), Popa (2002), Isărescu (2003), Cărare și Stone (2003).

¹⁰⁷ Există însă și excepții – Chile și Israel au trecut la ȚDI în contextul unei rate anuale a inflației de 20-25%.

¹⁰⁸ Pe de altă parte, Masson, Savastano și Sharma (1997) arată că ȚDI a contribuit la creșterea credibilității politicii monetare în toate țările dezvoltate, care au adoptat o astfel de strategie de politică monetară, o contribuție importantă în acest sens având-o modul de stabilire a țintei de inflației, prin acordul comun al băncii centrale cu guvernul.

¹⁰⁹ „În mare parte succesul băncilor centrale care folosesc țintirea inflației depinde de reputația câștigată cu greu în timp” („Much of the success of the inflation targeting central banks depends on hard-gained reputation.”)

- transparența procesului de elaborare și implementare a politicii monetare (Popa, 2000; Orłowski, 2001; Buitier și Grafe, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);
- existența unor instrumente de politică monetară adecvate și eficiente (Buitier și Grafe, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);
- asumarea de către banca centrală a răspunderii (*accountability*) pentru rezultatele obținute (Popa, 2000; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);
- asumarea țintei de inflație de către guvern (Popa, 2002);
- sprijin din partea publicului (societatea trebuie să acorde importanță stabilității prețurilor) (Hrncir și Smidkova¹¹⁰, 2001; Isărescu, 2003);
- existența unui sistem financiar bine dezvoltat (Hrncir și Smidkova, 2001; Popa, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);
- disciplină fiscală (deficite reduse) (Hrncir și Smidkova, 2001);
- armonizarea politicii fiscale cu politica monetară (absența simptomelor de dominanță fiscală) (Orłowski, 2001; Popa, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003; Isărescu, 2003);
- un regim de curs valutar flexibil (Popa, 2002);
- îndeplinirea unor cerințe tehnice legate de alegerea indicelui de prețuri potrivit, stabilirea țintei, a intervalului de fluctuație acceptat și a orizontului de timp propus pentru atingerea țintei (Buitier și Grafe, 2002; Popa, 2002; Isărescu, 2003);
- existența unui model performant care să poată fi utilizat de banca centrală pentru prognoza inflației (Popa, 2002; Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003);

Trebuie precizat însă că toate aceste elemente favorizează adoptarea unui regim de ȚDI, fără a fi însă absolut necesare (Cărare, Schaechter, Stone și Zelmer, 2003).

Implementarea ȚDI este foarte dificilă în țările ECE – este greu de definit ținta și este și mai greu de operat cu ea, deoarece, în aceste țări, prețurile vor suferi modificări ca urmare a aprecierii reale (efectul Balassa-Samuelson) și a reformelor structurale care încă nu s-au încheiat. Stabilirea unui obiectiv prea ambițios nu va permite realizarea ajustărilor necesare și va periclita realizarea convergenței reale. Se consideră că, pentru țările ECE, ținta optimă de inflație este mai ridicată decât ținta utilizată în zona euro. Efectul Balassa-Samuelson este argumentul cel mai frecvent invocat în acest sens. Huang și Wei (2003) arată că, în țările în curs de dezvoltare, în care corupția este larg răspândită, ținta de inflație trebuie să fie mai ridicată decât nivelul utilizat în țările dezvoltate, pentru a putea fi atinsă.

¹¹⁰ În volumul editat de Dickenson și Millineux (2001)

Până în prezent trei țări ECE au adoptat ȚDI ca strategie de politică monetară: Republica Cehă (1997), Polonia (1998) și Ungaria (2001). Experiență acestor țări evidențiază dificultățile implementării ȚDI în țările ECE: ținta de inflație propusă a fost frecvent ratată¹¹¹, însă, cu toate acestea, rata inflației a fost controlată destul de bine. În Polonia, spre exemplu, numeroși economiști avertizau că introducerea ȚDI este prematură; implementarea acestei strategii de politică monetară a fost dificilă și țintele au fost ratate în primii ani, însă inflația a fost redusă și s-a asigurat stabilitatea principalelor variabile nominale. Ținta de inflație utilizată a fost redusă treptat în toate cele trei țări¹¹².

Popa (2002) arată că în perspectivă România ar trebui să adopte această strategie de politică monetară, dar că, la momentul publicării studiului respectiv, nu erau întrunite condițiile necesare implementării sale; prin urmare, autorul sugerează că cea mai bună opțiune pentru România ar fi să se pregătească pentru trecerea la ȚDI, dar să aștepte cel puțin până în anul 2004 pentru a implementa această strategie. FMI (2004c) atrage atenția asupra funcționării încă necorespunzătoare a canalului ratei dobânzii, care va obliga BNR să utilizeze în continuare intervențiile pe piața valutară în scopul influențării ratei inflației, chiar și în condițiile trecerii la o strategie de tip ȚDI.

În cazul României, obiectivele BNR privind agregatele monetare nu sunt în prezent cunoscute publicului, strategia actuală de politică monetară fiind mult mai puțin transparentă decât ȚDI. Ceea ce este cunoscut publicului este obiectivul în materie de inflație (stabilit în „Strategia de dezvoltare economică a României pe termen mediu” și ulterior în Programele naționale de pre-aderare), obiectiv acceptat și asumat de BNR. Din acest punct de vedere, BNR suportă, oricum, pierderile (de credibilitate) aferente neîndeplinirii acestui obiectiv. În acest context, se pune întrebarea dacă decizia BNR de a amâna trecerea la ȚDI a fost corectă.

Se observă că, în cazul țărilor ECE, există unele *incompatibilități între strategia de politică monetară și regimul de curs valutar adoptat*: în mod normal, în țările dezvoltate ȚDI este asociată cu un regim de flotare liberă. Republica Cehă combină o strategie de ȚDI cu un regim de flotare controlată, în timp ce Ungaria a ancorat forintul la euro, permițându-i

¹¹¹ Republica Cehă a atins ținta doar în 2001, în timp ce Polonia în nici un an (Jonas și Mishkin, 2003); Ungaria și-a atins ținta de inflație în 2001 și în 2002, dar ulterior politica monetară nu a mai beneficiat de sprijinul politicii fiscale și ținta de inflație pentru 2003 a fost cu mult depășită.

¹¹² De la 5,5-6,5% în 1998 la 2-4% pentru sfârșitul anului 2005 (în Republica Cehă), de la 6,4-7,8% în 1999 la 1,5-3,5% pe termen mediu (în Polonia) și respectiv de la 6-8% în 2001 la 2% pentru 2005-2006 (în Ungaria).

să floteze doar în cadrul unei benzi de $\pm 15\%$, în condițiile utilizării aceleiași strategii de politică monetară. În cazul utilizării ȚDI, principalul instrument al politicii monetare trebuie să fie rata dobânzii. Intervențiile pe piața valutară pot fi utilizate, eventual, ca instrument complementar, în circumstanțe excepționale, dar nu trebuie să acționeze în sens opus modificărilor ratei dobânzii (Holub, 2004). În țările ECE, însă, din cauza gradului foarte ridicat de deschidere economică și din cauza structurii specifice a balanței de plăți¹¹³, impactul evoluției cursului de schimb asupra economiei naționale este foarte puternic, motiv pentru care autoritățile intervin pe piața valutară pentru a evita fluctuații nedorite ale cursului de schimb. Astfel, Republica Cehă a utilizat intervenții pe piața valutară mult mai masive decât ar fi fost normal în contextul utilizării ȚDI, în special în perioada 1998-2000 (Holub, 2004).

Tocmai din cauză că evoluția cursului de schimb să fie nu poate fi ignorată de autoritățile din țările ECE, unii autori recomandă, pentru aceste țări, utilizarea unei strategii de țintire suplă a inflației¹¹⁴ („inflation light targeting” sau „targeting lite”) (Orlowski, 2002; Holub, 2004; Berdot și Leonard¹¹⁵, 2004). Această strategie utilizează o țintă de inflație, dar stabilește și un obiectiv în termeni de curs de schimb¹¹⁶. Stabilirea unui obiectiv complementar în termeni de curs de schimb nu trebuie văzută ca o amenințare pentru ținta de inflație (acest obiectiv nu trebuie considerat conflictual cu obiectivul de inflație) ci ca o precondiție necesară pentru ca ținta stabilită în termeni de inflației să fie credibilă și sustenabilă. (Berdot și Leonard, 2004). Un alt avantaj al strategiei de țintire suplă a inflației

¹¹³ Majoritatea fluxurilor comerciale (cu excepția importurilor și exporturilor de energie) sunt libelate în euro, pe când fluxurile financiare (de tipul investițiilor străine directe spre exemplu) sunt libelate în dolari; astfel, deficitului de cont curent în euro îi corespunde un excedent al contului de capital în dolari, iar ca urmare economia țărilor ECE este puternic afectată nu doar de evoluția cursului de schimb dintre moneda națională și euro, ci și de evoluția cursului de schimb dintre moneda națională și dolar (respectiv dintre euro și dolar în cazul țărilor care au moneda națională ancorată la euro).

¹¹⁴ Pentru o prezentare detaliată a strategiei de țintire suplă a inflației, a se vedea Stone (2003).

¹¹⁵ Autorii analizează cazul României și prezintă avantajele adoptării unei strategii de țintire suplă a inflației pentru țara noastră. De altfel, strategia de politică monetară utilizată în prezent de BNR se aseamănă foarte mult cu strategia de țintire suplă a inflației: BNR urmărește reducerea inflației (există un obiectiv explicit în termeni de rată anuală a inflației), păstrându-și însă dreptul de a interveni pe piața valutară pentru a controla flotarea cursului de schimb.

¹¹⁶ În condițiile în care țintirea suplă a inflației este asociată unui regim de flotare controlată, unii autori utilizează denumirea de „flotare controlată plus” („managed floating plus”) (Goldstein, 2002; Salater 2002).

se referă la compatibilitatea acesteia cu participarea la SME II, și cu urmărirea în paralel a stabilității prețurilor și a stabilității cursurilor de schimb (impusă de criteriile de convergență).

Conform unui studiu realizat de Cărare și Stone (2003) în categoria strategiilor de țintire a inflației intră țintirea directă a inflației, țintirea suplă a inflației și țintirea eclectică a inflației¹¹⁷.

Fiind obligate să urmărească stabilitatea cursului de schimb față de euro, țările ECE nu vor putea adopta o strategie de ȚDI. În a doua etapă a aderării la UE, țările ECE (devenite membri cu derogare ai UE) vor avea de ales între menținerea unei strategii de politică monetară bazată pe ancorarea cursului valutar, care permite importarea stabilității monetare (țările care au adoptat un regim de curs valutar fix) și țintirea suplă a inflației (țările care au adoptat un regim de curs valutar flexibil), urmând ca în a treia etapă aceste țări să treacă la țintirea eclectică a inflației.

Din studiile prezentate, se poate observa că, în mod paradoxal, în perspectiva aderării la UEM, ȚDI nu pare o soluție viabilă pentru țările ECE, deși stabilitatea prețurilor este principalul obiectiv al politicii economice din aceste țări. Economiiile țărilor ECE nu au atins un grad suficient de dezvoltare și de maturitate pentru a putea urmări exclusiv un obiectiv de inflație, fapt demonstrat și de experiența Poloniei. Această țară a încercat să implementeze o strategie de ȚDI în conformitate cu teoria, în condițiile flotării libere a cursului valutar; recent fluctuațiile cursului de schimb față de euro au depășit limita de $\pm 15\%$, ceea ce presupune fie acceptarea unei perioade mai îndelungate de așteptare înainte de aderarea la UEM (până când economia poloneză va atinge un grad suficient de dezvoltare), fie modificarea strategiei de politică monetară și/sau valutară.

¹¹⁷ *Țintirea directă a inflației* precizează un obiectiv de inflație, acesta fiind obiectivul prioritar al politicii economice. *Țintirea suplă a inflației* este o versiune de țintire a inflației adaptată pentru țările în curs de dezvoltare și țările în tranziție, caracterizată prin stabilirea unui obiectiv larg de inflație (un interval mai degrabă decât un anumit nivel), dar care este cel mai adesea ratat, pe fondul credibilității scăzute a politicii monetare; frecvent obiectivul de inflație este însoțit de un alt obiectiv – cel mai frecvent un obiectiv referitor la cursul de schimb, care vizează menținerea competitivității externe. *Țintirea suplă a inflației* poate fi văzută și ca un regim de tranziție, utilizat până când vor fi implementate reformele structurale care vor permite stabilirea credibilă a unui singur obiectiv nominal: cursul valutar (adoptarea unui consiliu monetar) sau inflația (trecerea la țintirea directă a inflației). *Țintirea eclectică a inflației* este practică de țări avansate în care credibilitatea autorităților monetare este suficient de ridicată pentru a permite menținerea stabilității prețurilor, chiar și în lipsa unei transparențe totale a politicii monetare sau a asumării răspunderii pentru un anumit obiectiv de inflație; în această categorie, autorii citați au încadrat doar cinci bănci centrale, printre care BCE și banca centrală a SUA (US Fed).

4.1.3. Regimul de curs valutar

Politica de schimb adoptată de țările ECE este foarte diferită de la țară la țară. Aceste țări au adoptat regimuri de flotare liberă (Polonia din aprilie 2000), flotare controlată (România, Slovacia), bandă de fluctuație (Slovenia, Ungaria), ancorare monetară (Letonia) sau consiliu monetar (Bulgaria, Estonia, Lituania).

La începutul tranziției majoritatea țărilor ECE s-au confruntat cu rate foarte înalte ale inflației (hiperinflație), motiv pentru care au adoptat un regim de curs valutar fix, sau de tip ancorare glisantă (sau bandă glisantă de fluctuație), considerând că ancorarea monedei naționale de moneda unei țări (sau grup de țări) cu o inflație scăzută va ajuta la combaterea inflației interne – deși în contextul unui mediu macroeconomic instabil, al unui sector financiar slab dezvoltat și amenințat de crize ale sectorului bancar, nu erau întrunite condițiile unei ancorări nominale a monedei. Odată atinsă stabilitatea macroeconomică, prioritățile politicii monetare și de schimb s-au modificat – motiv pentru care multe state au trecut de la regimuri de curs valutar mai rigide către unele mai flexibile.

Tabelul nr.7 – Regimul de curs valutar în țările ECE

Țara	Moneda națională	Regimul de schimb	Monedă ancoră
Bulgaria	Leva	Consiliu monetar	Euro
Estonia	Coroana	Consiliu monetar	Euro
Letonia	Latsul	Ancorare nominală	DST
Lituania	Litasul	Consiliu monetar	Euro
Polonia	Zlotul	Flotare liberă	-
Republica Cehă	Coroana	Flotare controlată	-
România	Leul	Flotare controlată	-
Slovacia	Coroana	Flotare controlată	-
Slovenia	Tolarul	Bandă de fluctuație ($\pm 15\%$)	Euro
Ungaria	Forintul	Bandă de fluctuație ($\pm 15\%$)	Euro

Sursa: Comisia Europeană, BCE, BNR, FMI

Regimurile de curs valutar existente în prezent în țările ECE sunt prezentate în tabelul nr.7. Diversitatea regimurilor de curs valutar adoptate de aceste țări nu ar trebui să ridice probleme în perspectiva aderării la UEM, deoarece există numeroase regimuri de curs valutar compatibile cu participarea la SME II. Practic, sunt excluse doar patru

categorii: adoptarea unilaterală a euro (de tipul euroizării); flotarea liberă; ancorarea la o altă monedă decât euro; regimurile de tip ancorare glisantă (inclusiv benzile glisante de fluctuație). În perspectiva participării la SME II, doar Polonia și Letonia ar trebui să-și modifice regimul de curs valutar (iar țările care au adoptat un regim de flotare controlată vor trebui să stabilească un curs pivot față de euro și să se încadreze în banda de fluctuație negociată în momentul aderării la SME II).

Tabelul nr.8 – Evoluția regimurilor de curs valutar în țările ECE

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bulgaria	3	8	8	8	8	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2
Estonia	n.a	n.a	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Letonia	n.a	n.a	8	8	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Lituania	n.a	n.a	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Polonia	3	5	5	5	5	6	6	6	6	6	8	8	8	8	8
Republica Cehă	3	3	3	3	3	3	6	7	7	7	7	7	7	7	7
România	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Slovacia	3	3	3	3	3	3	6	6	7	7	7	7	7	7	7
Slovenia	n.a	n.a	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	4
Ungaria	3	3	3	3	3	6	6	6	6	6	6	4	4	4	4

Clasificare în conformitate cu FMI: 1=lipsa unei monede naționale proprii; 2=consiliu monetar;

3=ancorare nominală tradițională; 4=bandă orizontală de fluctuație; 5=ancorare glisantă (crawling-peg);

6=bandă glisantă de fluctuație (crawling-band); 7=flotare controlată; 8=flotare liberă

Sursa: Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002), FMI, BCE

Tabelul nr.8 prezintă evoluția regimurilor de curs valutar declarate oficial de țările ECE. Au existat însă unele diferențe între regimurile oficiale și cele „de facto”.

Conform clasificării realizate de Bubula și Otker-Robe (2002), în perioada 1993-1995, flotarea levei bulgare nu a fost liberă, ci controlată, iar în cazul României regimul de flotare controlată a existat doar până în 1996 (începând cu 1997 regimul „de facto” a fost de ancorare glisantă, iar din 2001 de bandă de fluctuație glisantă).

Conform clasificării realizate de Reinhart și Rogoff (2002) regimurile de tip flotare controlată și flotare liberă din țările ECE au fost, în mare parte, regimuri de „cădere liberă” (Bulgaria, 1990-1996; Cehoslovacia, 1990-1993; Estonia, 1991-1992; Letonia, 1991-1993; Lituania, 1991-1993; Polonia, 1990-1993; România, 1990-2001; Slovacia, 1993; Slovenia, 1990-1992). Republica Cehă a utilizat o bandă glisantă de fluctuație în perioada 1993-1995,

la fel ca Slovacia în perioada 1994-1995 și Ungaria în perioada 1990-1994 (modificările cursului pivot au fost prea frecvente pentru ca regimul de curs valutar din aceste țări, în perioadele menționate, să poată fi considerat ancorare nominală tradițională). Flotarea zlotului polonez este considerată o flotare controlată și nu una liberă (cel puțin în perioada 2000-2001, 2001 fiind ultimul an la care se referă analiza autorilor). Flotarea leului este considerată de autori ireală, regimul „de facto” fiind, din 2001, o bandă glisantă de fluctuație. De asemenea flotarea controlată a tolarului sloven a fost „de facto” o bandă glisantă de fluctuație, încă din 1993.

Leva a dobândit convertibilitate internă în 1991, și a fost lăsată să floteze. *Bulgaria* a adoptat un regim de curs valutar fix, sub forma consiliului monetar, în 1997 – regim menținut și în prezent. Se consideră că acest regim de curs valutar va putea fi menținut cel puțin până în momentul intrării în UE. În perspectiva aderării la UEM, principala problemă legată de consiliul monetar este îndeplinirea cerinței privind independența băncii centrale. Consiliul monetar a avut însă rezultate foarte bune, ceea ce îl recomandă ca regim optim de curs valutar pentru Bulgaria (Houbenova¹¹⁸, 2001). Experiențele Estoniei și Lituaniei sugerează că și pentru Bulgaria consiliul monetar ar putea fi acceptat ca angajament unilateral în cadrul UEM.

Estonia a reușit să mențină consiliul monetar introdus în 1992 chiar și în condițiile crizei financiare din Rusia și intenționează să mențină acest regim până la data intrării în UEM. Consiliul monetar pare a fi cea mai bună opțiune pentru Estonia (Sepp și Randveer, 2002), idee acceptată și de instituțiile comunitare, care au acceptat consiliul monetar al Estoniei ca angajament unilateral în cadrul SME II.

Letonia a realizat o trecere treptată de la rubla rusească la rubla letonă și în final la latsul leton, care a devenit singura monedă legală în octombrie 1993. Din februarie 1994 Letonia utilizează un regim de curs valutar fix, moneda națională fiind ancorată la DST. Banda de fluctuație acceptată este de $\pm 1\%$, ceea ce conferă extrem de multă rigiditate regimului de curs valutar, ancorarea nominală a latsului la DST funcționând similar cu un consiliu monetar. Menținerea acestui regim a permis reducerea inflației și obținerea unor condiții monetare stabile. În perspectiva aderării la UE, Banca Letoniei a ajustat nivelul rezervelor minime obligatorii de la 8% la 5%, apropiindu-se de standardele din zona euro.

În *Lituania* moneda națională – litasul – s-a impus treptat ca unică monedă națională, rubla rusească fiind inițial înlocuită cu talonas, iar mai târziu cu litasul. Acesta a

¹¹⁸ În volumul editat de Dickenson și Millineux (2001)

fost ancorat față de dolarul american, din aprilie 1994, sub forma unui consiliu monetar. Structura rezervelor oficiale, structura comerțului exterior al Lituaniei și expansiunea lentă a comerțului cu UE nu impuneau o reancorare rapidă față de euro. În 1997 Banca Lituaniei anunțase intenția de ieșire din consiliu monetar, însă criza financiară din Rusia a afectat puternic Lituania, iar această idee a fost abandonată. Banca Lituaniei a decis, în 1999, reancorarea litasului la euro, aceasta având loc la 1 februarie 2002; cursul de ancorare a fost anunțat încă din iunie 2001, pentru a conferi transparență procesului și a evita astfel șocuri inutile. Consiliul monetar din Lituania a avut rezultate bune (deși litasul a cunoscut o apreciere reală puternică, creșterea productivității a permis menținerea competitivității economiei lituaniene – Alonso-Gamo, Fabrizio, Kramarenko și Wang, 2002), iar autoritățile comunitare l-au acceptat ca angajament unilateral în cadrul SME II.

Începând cu anul 1990, în *Polonia* a fost implementat planul Balcerowicz. Zlotul, ancorat în 1990 la dolarul american, a fost devalorizat în 1991 de la 5,560 zł/\$ la 9,500 zł/\$ și reancorat la un coș valutar. Stadiul de ancorare nominală rigidă a durat până în octombrie 1991, fiind apoi înlocuit printr-o ancorare glisantă a zlotului față de un coș valutar. În 1995 Polonia a adoptat o bandă glisantă de fluctuație, extinsă treptat – la $\pm 2\%$ în martie 1995, la $\pm 7\%$ în mai 1995, la $\pm 10\%$ în februarie 1998, la $\pm 12,5\%$ în octombrie 1998 și la $\pm 15\%$ în martie 1999. Coșul valutar a fost format inițial din cinci monede (dolar american 45%, marcă germană 35%, liră sterlină 10%, franc francez 5%, franc elvețian 5%). În 1999 coșul valutar a fost înlocuit cu altul, format din doar două monede (dolar american 45%, euro 55%). În aprilie 2000, regimul de curs valutar bazat pe o bandă glisantă de fluctuație a fost înlocuit cu flotarea liberă a zlotului.

În prezent, în *Republica Cehă*, regimul de curs valutar este flexibil – flotare controlată. Inițial (în 1991) Cehoslovacia adoptase o ancorare nominală a coroanei față de un coș valutar format din dolarul american (35%) și marca germană (65%). Banda de fluctuație stabilită inițial (de $\pm 0,5\%$) a fost lărgită în 1996 la $\pm 7,5\%$; în 1997 s-a renunțat la această bandă și s-a permis flotarea coroanei. După deprecierea puternică din 1997, coroana cehă s-a apreciat treptat față de euro, iar din 2001 procesul de apreciere a coroanei s-a accelerat (în prima jumătate a anului 2002, aprecierea reală față de euro a fost de 9,2%). Banca Națională a Cehiei a precizat că intervențiile sale nu vizează să limiteze aprecierea monedei naționale, ci să reducă volatilitatea cursului valutar.

Slovacia a păstrat ancorarea rigidă a monedei naționale mai mult decât Republica Cehă, până în octombrie 1998, datorită unui ritm mai lent al liberalizării mișcărilor de capital. Cursul de schimb a fost relativ stabil, iar banda de fluctuație a fost extinsă de la

$\pm 0,5\%$ la $\pm 3\%$ în ianuarie 1996, la $\pm 5\%$ în iulie 1996 și la $\pm 7\%$ în ianuarie 1997. Pe fondul presiunilor de pe piața valutară, Slovacia a abandonat în 1998 ancorarea monedei naționale, permițând flotarea cursului valutar. Moneda națională s-a depreciat rapid (evoluție amplificată de criza financiară din Rusia) până la mijlocul anului 1999.

Prin politica de schimb adoptată, *Slovenia* urmărește stabilitatea cursului real al monedei naționale. Regimul valutar adoptat încă din 1991 este de flotare controlată, euro fiind folosit neoficial ca monedă de referință. Autoritățile acționează în sensul deprecierei nominale graduale a monedei naționale, în scopul menținerii cursului real la același nivel (din acest punct de vedere, regimul de flotare controlată adoptat de Slovenia funcționează „de facto” ca o bandă glisantă de fluctuație). În contextul liberalizării mișcărilor de capital, managementul acestui regim de curs valutar este tot mai dificil.

În 1990 *Ungaria* a ales ca ancoră un coș valutar format din dolarul american (50%) și marca germană (50%). S-au permis fluctuații ale forintului de până la 5%, iar cursul pivot a fost frecvent modificat. În 1995 a fost introdusă o bandă glisantă de fluctuație, de $\pm 2,25\%$, păstrată până în anul 2000. În perioada 1995-2000, forintul a fost ancorat la un coș valutar format din dolar american și marcă germană, deprecierea lunară scăzând de la 1,9% în 1995 la 0,5% în 1999; din ianuarie 2000, forintul a fost ancorat la euro, deprecierea lunară prevăzută fiind de 0,4%. În acest fel, s-a dorit menținerea cursului valutar real al forintului la același nivel, însă regimul de schimb adoptat nu a avut succesul scontat. Reducerea inflației sub limita de 10% a permis Ungariei schimbarea regimului de curs valutar și adoptarea unei benzi orizontale de fluctuație de $\pm 30\%$ față de euro (în 2001); ulterior, banda de fluctuație a fost redusă la $\pm 15\%$. Guvernul ales în aprilie 2002 a schimbat orientarea politicii economice – politica fiscală a fost relaxată, la sfârșitul anului 2002 înregistrându-se un deficit bugetar de peste 9% din PIB. La cererea guvernului, banca centrală a Ungariei a acceptat deprecierea parității centrale a forintului cu 2,3% în iunie 2003. Forintul a fost lăsat să se apropie de marginile benzii de fluctuație, fapt ce a stimulat atacurile speculative. Banca Națională a Ungariei a reușit să mențină forintul în interiorul benzii de fluctuație, însă cu prețul ratării țintei de inflație¹¹⁹.

¹¹⁹ Forintul a mai fost atacat în ianuarie 2003, însă atunci Banca Națională a Ungariei a respins cu ușurință atacul; probabil acest succes a favorizat o scădere a vigilenței, o oarecare relaxare a băncii centrale maghiare în fața posibilității de atacuri speculative. Barabás (2003) afirmă că, în urma atacului din ianuarie 2003, speculatorii trebuie să învețe că din astfel de atacuri vor înregistra pierderi, susținând că acest atac nu a făcut decât să întărească credibilitatea regimului de curs valutar practicat de Ungaria; era de așteptat ca o astfel de atitudine să fie sancționată de piață.

Cursul valutar al leului a fost unificat în 1991, însă convertibilitatea internă deplină a leului a fost realizată abia la sfârșitul anului 1997. *Politica de curs valutar a României* este, din 1991, de *flotare controlată*. Klyuev (2001) consideră că flotarea controlată a leului nu este reală; în opinia sa, din 1992, flotarea leului este liberă. Pe de altă parte, FMI (2004c) consideră că regimul de curs valutar existent „de facto” în țara noastră este o bandă glisantă de fluctuație, cu o lărgime a benzii și o rată de depreciere neanunțate; conform studiului citat, regimul de curs valutar din România nu poate fi considerat drept un regim de flotare controlată, deoarece BNR țintește un anumit nivel al cursului de schimb, iar intervențiile pe piața valutară sunt mult mai importante decât cele normale într-un regim de flotare controlată.

Absența unor presiuni importante în sensul aprecierii cursului de schimb al leului în ultimii doi ani (2002-2003) a permis reducerea frecvenței intervențiilor BNR pe piața valutară, în condițiile menținerii rezervelor valutare la un nivel confortabil.

Pentru următorii ani, România va menține același regim de flotare controlată. În anul 2001, BNR își anunțase intenția de a trece la o politică de curs valutar mai predictibilă începând cu anul 2003; ulterior, s-a renunțat la această idee, BNR considerând că o astfel de politică nu ar fi sustenabilă, în condițiile actuale ale economiei românești. Pe termen mediu, se are în vedere trecerea la un regim de flotare liberă, care să descurajeze mișcările speculative de capitaluri. Ulterior, regimul de curs valutar va trebui din nou modificat, pentru a permite participarea țării noastre la SME II.

Autoritățile monetare române au analizat și posibilitatea adoptării unui regim de tip ancorare glisantă sau de tip consiliu monetar, însă aceste variante au fost respinse (Isărescu, 2003). Ancorarea glisantă încorporează anticipații inflaționiste și este mai adecvată în cazul unor rate anuale ale inflației relativ mari, de 30-40%. În plus, un regim de tip ancorare glisantă este incompatibil cu participarea la SME II, însă acest argument nu este prea puternic, deoarece nici regimul de flotare liberă pe care BNR dorește să îl adopte nu este compatibil cu regulile SME II. Consiliul monetar impune adoptarea unor măsuri extrem de dure în domeniul fiscal și al politicii de venituri, iar economia devine foarte vulnerabilă la șocuri externe, mai ales dacă măsurile de ordin intern nu sunt aplicate. Ca urmare a lipsei de disciplină fiscală, consiliul monetar poate eșua, ducând chiar la apariția unor crize valutare grave (cum a fost cazul Argentinei). Pe de altă parte, dacă măsurile de ordin intern sunt adoptate, dispare necesitatea unei formule atât de drastice cum este consiliul monetar (Isărescu, 2003).

Se pune problema dacă decizia autorităților române de a trece la un regim de flotare liberă este justificată, în contextul în care România vizează participarea la SME II începând cu 2010-2011. În opinia autoarei, creșterea flexibilității regimului de curs valutar pentru o perioadă de doar câțiva ani, pentru a reveni apoi la o flexibilitate mai limitată, pare inutilă, în condițiile în care actualul regim de curs valutar nu obligă banca centrală să mențină un anumit nivel al cursului de schimb și, deci, nu este de natură să genereze tensiuni în cazul liberalizării mișcărilor de capital. Ajustarea regimului utilizat „de facto” la regimul declarat oficial ar fi suficientă, deoarece un regim de flotare controlată permite intervențiile băncii centrale pe piața valutară, fără a le impune, iar ca urmare nu ar exista nici un motiv pentru care speculatorii să atace leul în speranța că BNR va încerca să apere un anumit nivel al cursului de schimb. Pe de altă parte, păstrarea unui regim „de facto” de ancorare la euro (inclusiv în forma unei benzi glisante de fluctuație) va fi sesizată de speculatori și, deci, ar încuraja atacurile speculative, chiar dacă regimul declarat oficial ar fi unul de flotare liberă.

Adevărată problema se referă la faptul că BNR nu poate lăsa cursul de schimb să se formeze liber pe piață. Aceasta, pe de o parte, deoarece importanța evoluției cursului valutar este foarte mare pentru economia românească, iar pe de altă parte, pentru că celelalte canale de transmisie a politicii monetare sunt insuficient dezvoltate. În condițiile în care BNR nu reușește, în contextul actualului regim oficial de curs valutar, să-și limiteze intervențiile la cele necesare pentru limitarea volatilității cursului de schimb, ci recurge la intervenții masive pentru influențarea nivelului cursului de schimb, se pune problema credibilității unui anunț de trecere oficială la un regim de flotare liberă. Există posibilitatea ca, în cazul unei credibilități reduse a unui astfel de anunț, speculatorii să fie tentați să atace leul tocmai pentru a testa capacitatea băncii centrale de a se abține de la intervenții.

4.1.4. Sectorul financiar

În țările ECE, în cadrul sectorului financiar, sistemul bancar s-a dezvoltat mai rapid decât piețele de capital, rezultând un sector financiar bazat pe sistemul bancar. Analizând dezvoltarea sectoarelor financiare din țările ECE în anii '90, Bonin și Wachtel (2002) arată că, în aceste țări, sectorul financiar s-a dezvoltat rapid, îndeosebi sistemul bancar, evoluție favorizată și de participarea unor investitori străini puternici la privatizarea băncilor. În majoritatea țărilor ECE, piețele financiare nu pot încă oferi întreprinderilor o alternativă viabilă de finanțare. La sfârșitul anilor '90, principalele neajunsuri ale sectoarelor financiare din țările ECE erau deficiențele instituționale și legislative, finanțarea deficitară a sectorului

IMM-urilor, slaba diversificare a instrumentelor disponibile pe piețele financiare, cvasi-inexistența creditelor imobiliare, subdezvoltarea instituțiilor financiare nebankare și prezența slabă a investitorilor instituționali pe piețele financiare.

La sfârșitul anului 2002, capitalizarea piețelor oficiale de acțiuni în țările ECE se situa între 5% din PIB în Bulgaria și 35% din PIB în Estonia (fiind de 7% din PIB în România). Aceste valori sunt cu mult sub capitalizarea EURONEXT, de 67%. Totuși, diferențele dintre țările ECE și UE în termeni de capitalizare bursieră s-au redus semnificativ în ultimii ani, deoarece capitalizarea EURONEXT s-a redus aproape la jumătate (de la 116% în 2000 la 67% în 2002). În aceeași perioadă (2000-2002) capitalizarea bursieră a crescut puternic în România (de la 1% la 7%) și în Slovenia (de la 17% la 26%), a scăzut în Slovacia (de la 17% la 10%), în Lituania (de la 14% la 10%), în Polonia (de la 20% la 16%), în Ungaria (de la 25% la 21%) și s-a menținut relativ constantă în celelalte țări ECE. La sfârșitul anului 2002, capitalizarea piețelor de obligațiuni (exprimată ca și procent din PIB) din țările ECE se situa între 3% în Estonia și 57% în Republica Cehă, cu mult sub media țărilor din UE (cu toate acestea, în Irlanda, capitalizarea pieței de obligațiuni se situa la nivelul de 17% din PIB, nivel sub media țărilor ECE). În România, capitalizarea pieței de obligațiuni reprezenta 9% din PIB.

Pe parcursul tranziției, sistemele bancare din țările ECE au fost restructurate, recapitalizate, privatizate. Au existat numeroase crize financiare, pe fondul instabilității macroeconomice. În prezent, se poate aprecia că sistemele bancare din țările ECE au atins un nivel ridicat de stabilitate, fiind profitabile și bine capitalizate. Cu toate acestea, dimensiunea lor este foarte redusă comparativ cu UEM¹²⁰ și este de așteptat ca aceste sectoare să se dezvolte în continuare, poate chiar într-un ritm mai intens.

Activitatea de creditare este în continuare destul de slabă în țările ECE (în special creditele acordate IMM-urilor). Ca orientare a creditelor neguvernamentale, se remarcă o reducere a creditelor acordate pentru agricultură și industrie alimentară și o creștere a ponderii creditelor acordate sectorului privat și populației. În țările ECE, creditul intern reprezintă între 18% (România) și 42% (Slovenia) din PIB, în timp ce, în zona euro, creditul intern reprezintă 102% din PIB. În Ungaria, această situație este ameliorată de accesul firmelor la finanțare externă (îndeosebi al societăților multinaționale, nu însă și al IMM-urilor).

¹²⁰ În UEM, totalul activelor bancare se ridică la peste 200% din PIB, în timp ce în țările ECE acestea reprezintă între 33% și 107% din PIB. Țara ECE cu cel mai dezvoltat sistem de bănci comerciale este Republica Cehă, la polul opus se aflându-se România.

În majoritatea țărilor ECE, privatizarea este aproape încheiată (cu excepția Sloveniei și a României¹²¹). Strategiile de privatizare a țărilor ECE au fost foarte diferite: Ungaria a urmărit să vândă rapid băncile cu capital de stat unor investitori străini strategici; în Republica cehă și în Slovacia, statul și-a menținut un timp controlul asupra celor mai mari bănci; Polonia a utilizat diferite metode de privatizare, încercând să obțină cele mai reduse costuri fiscale ale privatizării.

Deși, în ansamblu, sistemele bancare din țările ECE sunt mai puțin dezvoltate și mai fragile decât sistemele bancare din UE¹²², există și domenii în care țările ECE par să fi devansat țările membre UE. Astfel, în termeni de disponibilitate locală a serviciilor oferite de operatori străini¹²³, în țările ECE investitori străini dețin în medie 75% din sectorul bancar, în timp ce în UE aceștia dețin doar 20% (24% în zona euro). În viitor este de așteptat ca o dată cu integrarea sectorului financiar, numărul băncilor străine care operează în țările membre UE să crească.

Rezultatele unui studiu efectuat de Bonin, Hasan și Wachtel (2004) pe șase țări ECE (Bulgaria, Croația, Polonia, Republica Cehă, România și Ungaria) arată că eficiența și gradul de dezvoltare a sistemelor bancare din țările ECE sunt influențate de prezența băncilor străine și de modul de privatizare. Dintre diferitele categorii de bănci, băncile deținute de investitori străini sunt cele mai eficiente, iar cele deținute de stat sunt cele mai ineficiente. Privatizarea prin atragerea unor investitori strategici favorizează dezvoltarea băncilor privatizate și creșterea eficienței acestora.

Daltung (2001) arată că principalele funcții ale unui sistem financiar sunt să ofere un sistem de plăți, să redistribuie economiile spre investiții și consum, să redistribuie și să reducă riscurile. În țările ECE, sistemele financiare nu reușesc să îndeplinească aceste funcții în mod corespunzător, la un nivel calitativ similar cu cel din UE. Reininger,

¹²¹ Programul de pre-aderare a României (2003) prevede privatizarea celor două bănci de stat (BCR și CEC) în următorii ani.

¹²² Gradul de dezvoltare și de vulnerabilitate a sectoarelor financiare din țările ECE este prezentat în capitolul următor.

¹²³ Existența băncilor străine prezintă atât avantaje (aport de capital, de know-how, intensificarea concurenței) cât și dezavantaje (în unele țări s-a remarcat tendința băncilor străine de a efectua operațiuni în mod centralizat, succursalele pierzând din importanță). Zsámboki (2001) evidențiază un alt risc al prezenței masive a investitorilor străini, arătând că implementarea „pașaportului unic european” în domeniul bancar periclitează supraviețuirea băncilor din țările ECE, deoarece chiar și cele mai mari bănci din țările ECE se vor număra printre băncile mici din UE, putând face obiectul achizițiilor și fuziunilor bancare din spațiul comunitar.

Schardax și Summer (2001) evidențiază faptul că în țările ECE cadrul legal, de reglementare și de supraveghere a sectorului financiar este destul de bine dezvoltat, însă modul de implementare a acestui cadru ridică numeroase probleme.

Se poate remarca însă gradul ridicat de aliniere a legislației țărilor ECE în domeniul bancar la legislația comunitară: în toate țările ECE candidate a fost introdusă o rată minimă de solvabilitate (capital adequacy ratio) egală sau superioară limitei de 8% prevăzută de Acordul de la Basel; în toate țările ECE capitalul social minim impus unei bănci este cel puțin egal cu minimul prevăzut de legislația comunitară (5 milioane euro). Nouă din cele zece țări ECE aplică deja standardele internaționale de contabilitate IAS (International Accounting Standards) în sectorul bancar¹²⁴. În ultimii ani calitatea intermedierei bancare s-a ameliorat semnificativ.

În *Bulgaria*, în anul 2001, sistemul bancar cuprindea 35 de bănci comerciale: 7 bănci mari (dintre care 2 de stat și 5 private, deținute de investitori străini), 21 de bănci mici și mijlocii (2 de stat, 13 fiind deținute de investitori străini) și 7 sucursale ale unor bănci internaționale. Din capitalul total al băncilor, investitorii străini dețin peste 80%, iar statul aproximativ 15%; băncile private deținute de rezidenți sunt bănci foarte mici. Gradul de concentrare este relativ redus (principalele patru bănci controlează aproximativ 50% din piață). Gradul de intermediere financiară¹²⁵ a ajuns în 2003 la 50,2% din PIB. Aproximativ jumătate din creditele acordate sunt credite pe termen lung.

În *Estonia*, sistemul bancar este complet privatizat (încă din anul 2000) și controlat de investitori străini într-o foarte mare măsură (98% în termeni de active bancare și 87% în termeni de capital). În urma procesului de restructurare, numărul băncilor comerciale s-a redus drastic, de la 42 în 1992 la doar 6 în 1998. În prezent, există șapte bănci comerciale. Sistemul bancar estonian se caracterizează printr-un grad foarte ridicat de concentrare (primele trei bănci controlează peste 90% din piață), prin creșterea rapidă a depozitelor (o creștere mai rapidă decât creșterea creditelor) și prin preponderența creditelor pe termen lung (peste 90% din totalul creditelor). Gradul de intermediere financiară a ajuns la 85,8% în 2003.

În *Letonia* funcționează 23 de bănci comerciale (plus alte instituții financiare, gen cooperative bancare, societăți de leasing, societăți de asigurare, dar care un rol nesemnificativ). Sistemul bancar leton este aproape complet privatizat (statul mai

¹²⁴ România urmează să aplice IAS începând cu anul 2005.

¹²⁵ Exprimat prin ponderea activelor bancare în PIB

controlează 4% din capitalul băncilor comerciale) și s-a dezvoltat mult în ultimii ani; gradul de intermediere financiară a ajuns la 96,1% în 2003. Ca procent din capitalul băncilor comerciale, peste 50% este deținut de nerezidenți, însă ponderea acestora s-a diminuat mult în ultimii ani (de la 70% în anul 2000 la 54% în 2003). Gradul de concentrare nu este foarte mare (primele trei bănci controlează aproximativ 50% din piață). Creditul intern a înregistrat creșteri semnificative (de la 10,6% în 1997 la 42,9% în 2003). Peste 80% din creditele acordate sunt pe termen lung.

În *Lituania* ponderea deținută de nerezidenți din sistemul bancar a crescut în ultimii ani. În 2001 existau 13 bănci comerciale (2 deținute de rezidenți – una de stat și una privată, 4 fiind sucursale ale unor bănci străine) și numeroase cooperative bancare (numărul acestora era de 41 în anul 2001, dar ponderea lor este ne semnificativă, ele deținând în total 0,2 din totalul activelor bancare). În 2002 ultima bancă deținută de stat a fost privatizată. În 2003 funcționau 14 bănci comerciale, majoritatea fiind deținute de investitori străini (90% în termeni de capital). Sistemul bancar lituanian este concentrat, însă gradul de concentrare s-a redus treptat în ultimii ani (în 2003 principalele trei bănci comerciale controlau 72% din piață). Gradul de intermediere financiară este mult mai scăzut decât în celelalte republici baltice (doar 40%). Peste 70% din totalul creditelor sunt credite pe termen lung.

În anul 2001, în *Polonia* funcționau 71 de bănci comerciale (cu trei mai puțin decât în anul precedent). Dintre acestea, doar șapte mai erau de stat, în timp ce 48 erau deținute de investitori străini. Numărul de cooperative bancare s-a redus de la 781 în anul 2000 la 642 în 2001. În 2003 mai existau doar 60 de bănci comerciale. Din activele bancare, $\frac{2}{3}$ erau controlate de investitori străini, iar $\frac{1}{4}$ de către stat. Sistemul bancar polonez este relativ concentrat, principalele cinci bănci comerciale controlând aproape 50% din piață (valoare ridicată, dacă se ține cont de numărul mare de bănci din Polonia). Gradul de intermediere financiară este de 64,7%, iar ponderea creditelor pe termen lung în totalul creditelor este de 65,5%. Polonia este singura țară ECE în care creditele neperformante mai reprezintă încă o problemă gravă, ponderea lor crescând continuu după 1997, de la 10,5% din totalul creditelor în 1997 la 22,2% în 2003.

În 2001, în *Republica Cehă* existau 38 de bănci comerciale, din care 3 bănci mari, 10 bănci de dimensiuni medii, 8 bănci mici, 10 sucursale ale băncilor străine, 6 societăți de construcții, 1 bancă în conservare. Doar 23 de bănci comerciale, din totalul celor 38, aveau licență. În ultimii ani, numărul băncilor s-a redus (de la 55 în 1995 la 35 în 2003) și este de așteptat ca această evoluție să continue. Peste 90% din sistemul bancar ceh este deținut de investitori străini, băncile de stat controlând încă în jur de 4,5% din activele bancare; și în

acest caz băncile comerciale private deținute de rezidenți sunt bănci mici. Sistemul bancar ceh este caracterizat printr-un grad destul de ridicat concentrare: principalele trei bănci controlează peste 60% din piață. Gradul de intermediere financiară este ridicat în comparație cu celelalte țări ECE, însă a scăzut drastic în ultimii ani (de la 137% din PIB, în 2000, la 107% din PIB, în 2003). Peste 70% din creditele bancare sunt acordate pe termen lung.

Sistemul bancar din *Slovacia* era format în 2001 din 21 de bănci, din care 2 erau sucursale ale băncilor străine și 2 erau deținute de stat. În 2003 existau tot 21 de bănci, din care doar două erau deținute de investitori rezidenți (16 erau controlate de investitori străini, iar 3 erau sucursale ale unor bănci străine). Gradul de concentrare este similar cu cel din alte țări ECE: cele mai mari trei bănci controlează aproximativ 50% din piață. Gradul de intermediere financiară a ajuns, în 2003, la 83,2%. Ponderea creditelor neperformante în totalul creditelor s-a redus treptat, de la peste 40%, în 1998 la sub 10%, în 2003. Importanța investitorilor străini a crescut mult în ultimii ani, aceștia ajungând în 2003 să controleze peste 90% din activele sistemului bancar (comparativ cu 34,1% în 1999). Peste 70% din totalul creditelor sunt credite pe termen lung.

În linii mari, sistemul bancar din *Slovenia* poate fi considerat sănătos și stabil. În anul 2001, s-a înregistrat o creștere semnificativă a depozitelor (mai ales a celor pe termen lung), demonstrând creșterea încrederii publicului în sistemul bancar. Numărul de bănci comerciale s-a redus, în 2001, de la 25 la 21 (în 2003 mai funcționau 20 de bănci) – din care 7 erau deținute integral de investitori interni, 9 aveau capital majoritar intern și 5 erau deținute în totalitate de investitori străini. În plus, mai existau 3 bănci de economii și 45 de societăți de credit și de economii. Sistemul bancar sloven a fost relativ închis și a permis intrarea pe piață a băncilor străine destul de recent. În 2001, investitorii străini controlau doar 16,4% din totalul activelor bancare, dar acest procentaj a crescut la 34,6% în 2002, pentru a ajunge la 34,8% în 2003. În 2003, băncile cu capital majoritar de stat mai dețineau doar 24,1% din activele bancare totale, peste 40% din activele bancare fiind deținute de bănci private cu capital majoritar intern. Gradul de concentrare este similar cu cel din alte țări ECE: principalele trei bănci controlează aproximativ jumătate din piață. Gradul de intermediere financiară a fost de 89,5% în 2003. Aproximativ 60% din totalul creditelor sunt credite pe termen lung.

În anul 2001, în *Ungaria* existau 41 de bănci comerciale, dintre care 33 aveau licență de funcționare și erau considerate bănci, celelalte 8 funcționând ca instituții de credit specializate. Pe lângă acestea, mai funcționau 184 de cooperative de economii și 7

cooperative de credit¹²⁶. În 2003 mai funcționau 38 de bănci și instituții specializate de credit. Din totalul activelor bancare, băncile de stat dețineau în jur de 10%, iar băncile deținute de investitori străini în jur de 70%. În Ungaria, băncile private deținute de rezidenți au o importanță mai mare în cadrul sistemului bancar decât în celelalte țări ECE (cu excepția Sloveniei). Gradul de concentrare este destul de redus: principalele cinci bănci dețin sub 60% din totalul activelor bancare. Gradul de intermediere financiară s-a menținut la aproximativ 68%, în perioada 1998-2002, pentru a crește la 78,7%, în 2003.

În anul 2001, în România existau 41 de bănci comerciale, 925 de cooperative de credit și 4.439 de uniuni de credit. În pofida numărului mare de cooperative și uniuni de credit, băncile comerciale dețineau peste 90% din totalul activelor bancare. În 2003 în România mai existau 38 de bănci comerciale, dintre care 8 sucursale ale unor bănci străine, 3 bănci de stat și 27 de bănci private – 4 cu capital majoritar intern și 23 cu capital majoritar străin. Deși există doar 3 bănci cu capital majoritar de stat, acestea dețin aproape 40% din totalul activelor bancare, două dintre acestea numărându-se printre cele mai mari trei bănci din România: Banca Comercială Română (BCR) cu o cotă de piață de 30,2% și Casa de Economii și Consemnațiuni (CEC) cu o cotă de piață de 6,9%. Băncile cu capital majoritar străin controlează 57,7% din activele bancare.

Privatizarea în sectorul bancar nu s-a încheiat încă. Se fac pregătiri pentru privatizarea BCR, cea mai mare bancă din sistemul bancar, dar acestea se derulează lent. Deja mai multe termene anunțate referitor la privatizarea BCR au fost depășite. Recent, 25% din acțiunile BCR au fost achiziționate de BERD și CFI, iar autoritățile române au profitat de această ocazie pentru a amâna cu încă câțiva ani privatizarea BCR, invocând inexistența unui investitor strategic potrivit.

Investitorii străini care dețin acțiuni din capitalul băncilor comerciale românești provin în mare parte din UE (75,1% din capitalul deținut de investitorii străini), în special din Austria, Grecia, Franța și Olanda.

Perioada 2001-2004 marchează cea de-a treia etapă a reformei sistemului bancar românesc, etapă în care s-a realizat alinierea completă a cadrului legislativ la cerințele și directivele UE. Conform BNR, anul 2003 a marcat finalizarea procesului de asanare și restructurare a sistemului bancar, lansat odată cu îmbunătățirea legislației bancare din 1998: s-a finalizat alinierea legislației bancare la prevederile acquis-ului comunitar și a fost declanșată procedura de faliment pentru Banca Columna (ultima dintre instituțiile bancare a

¹²⁶ În pofida numărului mare de cooperative, cota de piață a acestora se ridică la doar 6%.

căror restructurare a început în 1998). Volumul activității bancare a crescut semnificativ în 2003 (creditul către sectorul privat a reprezentat 14,5% din PIB, comparativ cu 10,3% în 2002), fără ca indicatorii prudențiali la nivel de sistem bancar să fie afectați negativ¹²⁷.

Prin îmbunătățirea procedurilor de supraveghere, ponderea creditelor neperformante s-a redus semnificativ în ultimii ani, de la 58,5% în 1998 la 2,3% în 2002 (în martie 2003 ponderea creditelor neperformante, inclusiv credite substandard, era de 12%). În prezent, reglementările prudențiale din România sunt mai stricte decât cele din UE, situația fiind prezentată în tabelul nr.9.

Tabelul nr.9 – Reglementări prudențiale

Indicator	Reglementare națională	Reglementare comunitară
Rata de solvabilitate	12% (ponderată în funcție de risc)	8% (ponderată în funcție de risc)
Indicator de lichiditate	valoarea efectivă a indicatorului depășește valoarea impusă	nu există
Limita de acordare de credite (ca procent din fonduri proprii) - concentrarea creditului pe un client	20%	25%
Limitarea expunerii valutare (ca procent din fondurile proprii)	20% (total) 10% (într-o anume valută)	2% exces
Capital social minim	370 miliarde lei (9,2 milioane €)	5 milioane €
Provizioane pentru diferite tipuri de credite	standard: 0%; în observație: 5% substandard: 20% îndoielnice: 50% restante: 100%	nu există
Rapoarte anuale de audit	realizate de companii de audit	realizate de entități externe instituțiilor bancare

Sursa: BNR

Gradul de concentrare a sistemului bancar românesc este destul de ridicat: în 2003 primele trei bănci comerciale controlau peste 50% din piață. Gradul de intermediere

¹²⁷ Conform Băncii Austria Creditanstalt, expansiunea creditului către sectorul privat a fost însoțită de o creștere semnificativă a creditelor neperformante de la 2,3% în 2002 la 8,3% în septembrie 2003; conform BNR, creditele restante și îndoielnice au reprezentat 0,3% din totalul creditelor în 2003, în scădere față de anul precedent, când au reprezentat 0,4%.

financiară (calculat ca pondere a activelor bancare în PIB) a ajuns la 32,6%, înregistrând o creștere ușoară față de anul precedent.

Ponderea creditelor pe termen lung în totalul creditelor a ajuns în 2003 la 50% (reprezentând o creștere substanțială față de anul precedent, când au avut o pondere de 33,3%). Până în 2002, marea majoritate a creditelor bancare erau acordate întreprinderilor. În anul 2003, creditele pentru populație au cunoscut o creștere exponențială, iar creditul neguvernamental a crescut cu aproape 50% (în termeni reali). Deși această creștere a creditului este bine-venită pentru dezvoltarea sistemului financiar, fenomenul nu trebuie scăpat de sub control, deoarece poate provoca o deteriorare a contului curent și, în caz de probleme legate de rambursare, o creștere a vulnerabilității sistemului bancar. Măsurile luate de BNR la sfârșitul anului 2003 (inclusiv creșterea dobânzii de referință cu trei puncte procentuale) au reușit să tempereze expansiunea creditului neguvernamental. Conform BNR, o creștere de 20-30% pe an a creditului neguvernamental (în termeni reali) ar fi suficient de robustă pentru a permite dezvoltarea sistemului bancar și suficient de temperată pentru a fi sustenabilă.

Piața de capital din România este una dintre cele mai mici din Europa, capitalizarea bursieră fiind de aproximativ 11% din PIB (în 2002). Această capitalizare foarte scăzută nu justifică coexistența a două piețe: Bursa de Valori București (BVB) și RASDAQ. În cazul RASDAQ, multe întreprinderi cotate nu respectă regulile bursei. Alinierea la directivele comunitare în materie va determina reducerea drastică a numărului de întreprinderi listate (în prezent aproape 5000).

Sectorul asigurărilor este foarte mic și subdezvoltat, de cca. 1% din PIB, în timp ce actualul sistem public de pensii nu este viabil (din punct de vedere financiar) pe termen mediu și lung.

4.1.5. Sistemul de plăți

Sistemele de plăți existente în țările ECE prezintă o mare varietate, dar și numeroase trăsături comune. Punctul de plecare a fost același – un sistem bancar deținut în întregime de stat, sisteme de plăți subdezvoltate, ignorarea valorii timpului pentru recuperarea banilor („time value for money”), ignorarea costurilor de oportunitate, absența concurenței, lipsa de sensibilitate față de nevoile consumatorilor. Evoluția sistemelor de plăți a fost, de asemenea, similară – conturi deschise la sucursalele băncii centrale, consolidarea acestora,

sisteme de plăți pe suport hârtie, adoptarea unui sistem de decontare brută în timp real (RTGS – „real-time gross settlement”). Trecerea la un sistem de tip RTGS nu trebuie grăbită, deoarece e nevoie de timp pentru ca preferințele utilizatorilor să se modifice (preferința pentru numerar este încă foarte mare în țările ECE); în plus, unele țări trebuie să adapteze legislația, în sensul acceptării semnăturii electronice (Fry¹²⁸, 2001).

În general, numerarul are un rol mult mai important decât în țările membre UE, fiind principalul mijloc de plată în țările ECE. Alte modalități de plată se referă la viramente bancare, cecuri, debitare directă a contului (utilizată în unele țări pentru plata energiei electrice, a serviciilor telefonice, a apei, a încălzirii, etc.), cărțile bancare – carduri (de credit, de debit, de călătorie, etc.), instrumente poștale. În unele țări, se utilizează și alte instrumente: de exemplu, în Ungaria se folosesc ordine de colectare (similare cu debitarea directă a contului) și ordine de retragere (similare cu cecurile). În ultimii ani, și în țările ECE, se apelează tot mai frecvent la plăți electronice efectuate prin internet. O parte din serviciile bancare se pot obține și prin intermediul telefoniei mobile – prin SMS – și on-line, prin internet. Pentru transferuri rapide de fonduri în și din străinătate, multe bănci cooperează cu Western Union.

Pentru a putea fi conectate la TARGET, sistemele de plăți din țările ECE trebuie să fie modernizate, astfel încât să permită decontările în timp real. O parte din țările ECE au deja un sistem interbancar de tip RTGS, iar celelalte se pregătesc pentru implementarea unui astfel de sistem. Unele țări ECE (Letonia, Polonia, Republica Cehă, Slovenia și Ungaria) au și un sistem de decontare a titlurilor financiare (securities settlement) în timp real.

În continuare este prezentată situația sistemelor de plăți din țările ECE¹²⁹.

În *Bulgaria* sistemul interbancar de plăți (BISERA) există din 1992. Plățile interbancare se efectuează prin ordine de plată, realizate pe suport de hârtie, sau prin utilizarea SWIFT. În anul 2001 prin sistemul BISERA s-au efectuat în jur de 90.000 de tranzacții, valoarea medie a tranzacțiilor zilnice ridicându-se la peste 124 milioane €. Pentru sfârșitul anului 2002, era prevăzută introducerea unui sistem de tip RTGS.

Sistemul de plăți interbancare existent în *Estonia*, din ianuarie 2002, este un sistem interbancar de plăți în timp real (EPNAS), în deplină concordanță cu cerințele UE. În

¹²⁸ În volumul editat de Dickenson și Millineux (2001).

¹²⁹ Informațiile se referă la situația din anul 2002, cu excepția României, pentru care sunt disponibile și date mai recente.

primele patru luni de activitate, sistemul a procesat, în medie, 53 de tranzacții pe zi, valoarea medie a tranzacțiilor fiind de 128 milioane € pe zi. Pentru tranzacții de sub 1 milion €, se folosește un sistem de plăți de tip DNS, care a început să funcționeze odată cu sistemul RTGS, în ianuarie 2002. În primele patru luni de funcționare, sistemul a procesat în medie 55.000 de plăți zilnic, în valoare totală de 39,1 milioane € pe zi.

Sistemul de plăți interbancare în timp real utilizat de *Letonia* – SAMS – a devenit operațional în septembrie 2000. În anul 2001, SAMS a procesat peste 85.000 de instrucțiuni de plată, în valoare totală de aproape 47 de miliarde €.

În anul 2002 în *Lituania* exista un sistem de plăți interbancare (TARPBANK) de tip DNS, operațional din 1990. În anul 2001, prin TARPBANK au fost procesate lunar 826.000 de plăți, valoarea medie zilnică a tranzacțiilor ridicându-se la 130 milioane €. Între timp, a fost lansat un proiect pentru realizarea unui sistem de tip RTGS în anul 2003.

SORBNET este sistemul de plăți interbancare în timp real din *Polonia*. Acesta funcționează din martie 1996 (înlocuind sistemul SORB care a funcționat în perioada 1993 – 1996). Până în 1998, eficiența sistemului a fost redusă de faptul că unele bănci trimiteau ordinele de plată pe suport de hârtie sau pe dischetă; din decembrie 1998 toate băncile au acces electronice direct la SORBNET. În anul 2001, sistemul a procesat în medie 2.142 de tranzacții zilnic, valoarea medie a tranzacțiilor zilnice fiind de 14,59 miliarde €.

Republica Cehă utilizează deja un sistem de plăți interbancare în timp real (CERTIS), reglementat din 1992 prin „Regulamentul privind contabilitatea băncilor și sistemul de plăți interbancare”. În anul 2001, numărul total al tranzacțiilor efectuate prin CERTIS a fost de 259,6 milioane, valoarea acestora ridicându-se la peste 3000 miliarde €. Aproximativ 80% din tranzacții au fost efectuate de principalele trei bănci cehe.

În *Slovacia*, sistemul de plăți interbancare (SIPS) are un singur centru de clearing. În anul 2001 prin SIPS s-au efectuat peste 13 milioane de tranzacții lunar, valoarea medie a tranzacțiilor zilnice fiind de 3,4 miliarde €. S-au făcut pregătiri pentru trecerea la un sistem de tip RTGS, dar și după implementarea sistemului de plăți interbancare în timp real SIPS urma să funcționeze în continuare, procesând plățile de mică valoare.

Slovenia este una din primele țări ECE care a reglementat comerțul electronic în conformitate cu cerințele UE. Sistemul sloven de plăți interbancare este un sistem de plăți în timp real. În anul 2001, au fost efectuate prin acest sistem 1,45 milioane tranzacții, valoarea lor ridicându-se la 134,2 miliarde €, ambele valori reprezentând o creștere de peste 30% comparativ cu anul 2000.

Ungaria utilizează sistemul VIBER (sistem de tip RTGS) din septembrie 1999. În anul 2001, prin VIBER s-au efectuat în medie 20.000 de operațiuni lunar, valoarea medie a unei tranzacții fiind de 2,27 milioane €.

În România este pe cale să se încheie o reformă a sistemului de plăți interbancare, care urmărește alinierea acestuia la cerințele UE. În acest scop, în 1999 a fost creat TransFonD – Societatea Națională de Transferuri de Fonduri și Decontare – devenit operațional în mai 2001. Până în prezent, în țara noastră nu există un sistem de decontare brută în timp real, dar se așteaptă introducerea unui astfel de sistem spre sfârșitul anului 2004, urmând ca, în același timp, să mai fie create o casă automată de compensații (ACH) și un sistem de înregistrare și decontare a titlurilor de stat (SID)¹³⁰. Cu ajutorul actualului sistem de plăți interbancare se efectuează tranzacții a căror valoare depășește 18.000 € și tranzacții urgente, indiferent care ar fi valoarea lor. Implementarea celor trei componente ale sistemului de plăți de tip RTGS a început în 2003, aflându-se în stadiul de teste-pilot.

4.1.6. Statistica

Atunci când o țară aderă la UE, ea trebuie să fie pregătită să contribuie la statisticile zonei euro din momentul aderării la UEM. Aceasta înseamnă că până în momentul adoptării euro, țara respectivă trebuie să fi terminat toate pregătirile și ajustările referitoare la armonizarea informațiilor statistice din domeniul monetar-financiar. SEBC promovează armonizarea statisticilor în domeniul monetar și financiar și recomandă țărilor candidate să continue eforturile de armonizare statistică, în strânsă colaborare cu Eurosistemul, știut fiind faptul că implementarea modificărilor statistice necesită cel puțin doi ani și, deci, pentru a putea furniza informații armonizate, pregătirile trebuie începute cu mult timp înainte.

În prezent este destul de dificil de efectuat comparații între țările ECE din cauza datelor statistice publicate de acestea în domeniul monetar, care au diferite accepțiuni și se calculează în mod diferit; de exemplu, modul de definire a agregatelor monetare și a contraposturilor acestora este foarte diferit de la o țară la alta.

În UEM, se folosesc trei agregate monetare: M1 – format din numerarul aflat în circulație și depozitele la vedere; M2 – format din M1, depozitele la termen (cu termen de până la 2 ani) și depozitele utilizabile la cerere (cu termen de până la 3 luni); M3 – format

¹³⁰ Recent au apărut unele indicii privind amânarea intrării în funcționare a acestui sistem până în prima parte a anului 2005.

din M2, la care se adaugă unele titluri tranzacționabile emise de instituțiile financiar-bancare rezidente: acorduri de răscumpărare (repurchase agreements), unități/acțiuni ale fondurilor ce activează pe piața monetară (money market fund shares/units), titluri de datorie pe termen de maxim 2 ani. Contraposturile lui M3 în zona euro cuprind creditul acordat sectorului privat, creditul guvernamental, active nete externe, titluri financiare reprezentând obligații financiare pe termen mai lung și alte contraposturi.

În economiile central și est-europene, dezvoltarea insuficientă a piețelor financiare face ca, de regulă, activele tranzacționabile pe piață să nu fie incluse în componența agregatelor monetare, nefiind suficient de lichide. Agregatele monetare utilizate în țările ECE sunt următoarele:

- ♦ M1 și M2 în Lituania;
- ♦ M0, M1 și M2 în Estonia;
- ♦ M0, M1, cvasimoneda și M2 în România și Slovacia;
- ♦ M1, M2 și M3 în Bulgaria și Slovenia;
- ♦ M0, M1, M2, M3 și M3 extins în Polonia;
- ♦ M1, M2, M3 și M4 în Ungaria;
- ♦ M1, M2 și L în Republica Cehă;
- ♦ M1, M2D și M2X în Letonia.

Agregatele monetare utilizate în țările ECE, împreună cu contra-posturile lor, sunt prezentate în anexa nr.3¹³¹. Se poate observa multitudinea diferențelor care apar între aceste țări, precum și diferențele dintre aceste țări și zona euro. Chiar și atunci când două sau mai multe țări folosesc aceleași agregate monetare (Bulgaria și Slovenia; România și Slovacia) sau aceeași clasificare a contraposturilor monedei (Bulgaria, Republica Cehă, România și Slovacia), același nume poate ascunde diferențe semnificative în termeni de conținut.

Aparent Bulgaria are structura agregatelor monetare cea mai apropiată de cea a UEM; fără îndoială, consiliul monetar prin care leva este legată de euro are un rol important în acest sens. Doar patru țări ECE iau în considerare și alte forme de monedă în afară de numerar și depozite: Bulgaria, Polonia, Republica Cehă și Ungaria (titluri financiare și alte instrumente tranzacționabile).

În perspectiva aderării al UEM, țările ECE vor trebui să își revizuiască definițiile din domeniul statisticii și să adopte un sistem statistic similar celui din UEM. Deja se fac eforturi pentru armonizarea clasificării instituțiilor financiar-bancare și a clasificării

¹³¹ În anexa nr.3, M0 a fost menționat doar pentru țările care îl definesc ca agregat monetar.

creditelor, pentru identificarea deținătorilor de titluri financiare, pentru publicarea unor statistici privind mișcările (fluxurile) unor indicatori, și a unor serii ajustate sezonier, etc. S-a început și armonizarea statisticilor privind instituțiile financiare nebankare.

4.2. ANALIZA ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST PRIN PRISMA CRITERIILOR PENTRU INTRAREA ÎN ZONA EURO

Formal, pentru a putea intra în zona euro, țările ECE vor trebui (după intrarea în UE), să îndeplinească criteriile de convergență stabilite la Maastricht. Deși criteriile de la Maastricht sunt criterii de convergență nominală, instituțiile comunitare și-au exprimat în repetate rânduri hotărârea fermă de a nu accepta în zona euro țări care nu au realizat un grad suficient de ridicat de convergență reală¹³². Nu în ultimul rând, aderarea țărilor ECE trebuie analizată și prin prisma criteriilor teoriei ZMO.

Rezultatele obținute de Kutan și Yigit (2002) evidențiază existența celor două procese de convergență în țările ECE¹³³ (în special în țările baltice).

Referitor la relația dintre convergența nominală și convergența reală, aparent există un consens între instituțiile comunitare și autoritățile naționale din țările ECE, în sensul acceptării ideii că cele două procese trebuie realizate concomitent – „convergența nominală și convergența reală sunt două fețe ale aceleiași monede și trebuie realizate în paralel”¹³⁴ (Padoa-Schioppa¹³⁵, 2002). Dincolo de aparențe, opiniile sunt foarte diferite. Instituțiile comunitare insistă asupra faptului că prioritate trebuie acordată convergenței reale, în timp ce autoritățile din țările ECE și-au concentrat eforturile cu precădere în sensul îndeplinirii criteriilor de la Maastricht, încă înainte de a intra în UE.

Una din concluziile analizei realizate de Steinbuka (2001) privind aderarea Letoniei la UE era următoarea: „convergența reală nu este o condiție, ci un rezultat al aderării”¹³⁶.

¹³² Evoluția indicatorilor de convergență nominală și reală în țările ECE este prezentată grafic în anexa nr.4.

¹³³ Convergența reală este evidentă doar dacă din grupul țărilor ECE se exclude România

¹³⁴ „nominal and real convergence are two sides of the same coin and need to be pursued in parallel”

¹³⁵ În Oesterreichische Nationalbank (2002)

¹³⁶ „real convergence is not a precondition, but an outcome, of membership in EU” (Steinbuka, 2001: p.130)

Astfel, în opinia autoarei citate, țările ECE nu trebuie să se preocupe de realizarea convergenței reale, deoarece aceasta rezultă în mod natural din aderarea la UE.

Järvinen (2002) arată că eforturile țărilor ECE vizează îndeosebi realizarea convergenței nominale, pentru o aderare cât mai rapidă la UEM, punând practic convergența reală în plan secund. În opinia autoarei această orientare a țărilor ECE este justificată de faptul că aderarea la UE este în esență o decizie politică, criteriile economice necesare a fi îndeplinite în acest sens referindu-se doar la existența unei economii de piață funcționale, capabilă să reziste concurenței și forțelor pieței din UE; aderarea ulterioară la UEM este însă posibilă doar dacă se respectă criteriile de convergență, iar acestea se referă la convergența nominală. Deși instituțiile comunitare insistă asupra necesității realizării convergenței reale concomitent cu convergența nominală, nu există criterii de convergență reală explicite care să condiționeze aderarea țărilor candidate la UE sau la UEM.

4.2.1. Analiza țărilor din Europa Centrală și de Est prin prisma criteriilor de la Maastricht

Rata inflației

După hiperinflația înregistrată de majoritatea țărilor ECE în primii ani ai tranziției, rata inflației a fost redusă. Deja unele țări ECE îndeplinesc criteriul de convergență privind inflația: Lituania (încă din 1999), Republica Cehă (din 2002), și Estonia (din 2003). Bulgaria, Letonia și Polonia au avut performanțe bune în domeniul stabilității prețurilor, însă în 2004 au depășit valoarea de referință. Dintre țările ECE care încă nu îndeplinesc criteriul de convergență referitor la inflație Slovenia și Ungaria prevăd reducerea ratei inflației la un nivel de 3,7% și respectiv 3% în 2006. Evoluția ratei inflației în țările ECE este prezentată în tabelul nr.10.

Comparativ cu celelalte țări ECE, performanțele țării noastre în materie de inflație sunt mult mai slabe. În timp ce în celelalte țări ECE candidate la aderare rata anuală a inflației nu a mai depășit 10% din anul 2000, o rată anuală a inflației exprimată printr-o singură cifră este încă doar un obiectiv pentru România.

Inflația a constituit una dintre cele mai grave și mai persistente probleme ale economiei românești după 1989. Multe din cauzele inflației au fost de natură structurală – faptul că România nu a încheiat încă procesul de tranziție și până în 2004 nu a avut o

economie de piață funcțională¹³⁷ a influențat în mod sigur și evoluția prețurilor. Au existat și cauze de natură conjuncturală – condiții defavorabile pentru agricultură timp de mai mulți ani. Un alt factor extrem de important a fost lipsa de coerență a mix-ului de politici economice. Conform FMI (2001), principalele cauze ale inflației în România au fost politicile macroeconomice relaxate, indisciplina financiară și creșterea costului forței de muncă. Persistența inflației¹³⁸ este un alt factor important al menținerii inflației la niveluri ridicate în România, constituind principalul obstacol în calea reducerii inflației, fiind urmată ca importanță de șocuri ale cursului de schimb și ale costului forței de muncă (FMI, 2004b). În ultimii ani, influența prețurilor administrate asupra inflației a fost redusă.

Tabelul nr. 10 – Rata inflației în țările ECE (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Septembrie 2004
<i>Valoare de referință</i>				2	2,4		3	2,7	2,4
Bulgaria	121,6	1058,4	18,7	2,6	10,3	7,4	5,8	2,2	6,3
Estonia	23,1	10,6	8,2	3,3	4,0	5,7	3,6	1,3	2,0
Letonia	17,6	8,4	4,7	2,4	2,7	2,5	2,0	2,9	4,9
Lituania	24,6	8,9	5,1	0,8	1,0	1,3	0,3	-1,7	-0,2
Polonia	19,8	15,1	11,7	7,3	10,1	5,5	1,9	0,7	2,5
Republica Cehă	8,8	8,5	10,6	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	1,8
România	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,3	11,1
Slovacia	5,8	6,1	6,7	10,6	12,0	7,3	3,3	8,6	8,4
Slovenia	9,9	8,4	7,9	6,2	8,9	8,4	7,5	5,6	4,1
Ungaria	23,6	18,3	14,2	10,0	9,8	9,2	5,3	4,6	6,5

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale; BCE (2004c) și Revue Elargissement (nr.69/2004) pentru datele privind anul 2004

În absența oricărui sprijin din partea celorlalte politici economice, BNR a fost nevoită să se distanțeze de prevederile legale ce consacrau stabilitatea prețurilor ca principal obiectiv al său și să urmărească mai multe obiective, din care unele divergente (dezinflație, menținerea competitivității externe, reducerea deficitului balanței comerciale și al contului curent, creșterea rezervelor valutare). În acest context, stabilitatea prețurilor, oricum greu de atins din cauza distorsiunilor menținute de reformele structurale insuficiente, devine și mai

¹³⁷ Conform aprecierilor Comisiei Europene.

¹³⁸ Persistența inflației este diferită de inerția inflației: în timp ce inerția inflației se referă la viteza de reacție a inflației în caz de șocuri neanticipate, persistența se referă la timpul necesar pentru ca efectele acestor șocuri neanticipate să dispară (FMI, 2004b). Comparativ cu situația altor țări, în țara noastră inflația prezintă o inerție scăzută și o persistență medie.

dificil de atins. În plus, BNR își pierde din credibilitate, fiind inconsecventă în urmărirea obiectivelor stabilite. La fel cum într-o societate democratică puterile sunt împărțite în stat, într-o economie de piață diferite autorități conduc diferite politici și urmăresc diferite obiective, stabilite în funcție de mijloacele de acțiune ale fiecărei instituții. Astfel, banca centrală urmărește menținerea stabilității prețurilor, iar guvernul va urmări echilibrul balanței comerciale prin alte mijloace (avantaje fiscale acordate exportatorilor, politica comercială, etc.).

Târhoacă (2000) oferă o explicație simplă a inflației persistente din România înainte de 2000: teoretic, în caz de inflație ridicată, cursul de schimb poate fi utilizat ca obiectiv intermediar al politicii monetare pentru a menține stabilitatea prețurilor; contrar acestei posibilități teoretice, BNR a utilizat cursul valutar ca țintă o politicii monetare pentru a asigura menținerea competitivității externe¹³⁹; astfel, leul a fost depreciat, ceea ce a provocat creșterea prețurilor relative ale bunurilor comercializabile și un efect de realocare a resurselor din domeniul bunurilor necomercializabile înspre sectorul bunurilor comercializabile; ca urmare, au crescut prețurile bunurilor necomercializabile, contracarând efectul deprecierei nominale inițiale. Ciclul a fost reluat de mai multe ori, singurul efect pe termen lung fiind creșterea prețurilor.

Este totuși adevărat că politica monetară condusă de BNR a permis evitarea intrării României în încetare de plăți, anticipată de numeroși economiști pentru anul 1999 și considerată inevitabilă. Costul suportat a fost persistența unei rate înalte a inflației, mult peste obiectivul stabilit.

Situația s-a schimbat în ultimii ani: beneficiind de susținere din partea politicii fiscale¹⁴⁰, BNR a putut să se concentreze asupra principalului său obiectiv, iar rezultatele în

¹³⁹ Hontrakul (1999) arată că deprecierea cursului de schimb nu este eficientă, atunci când este însoțită de o politică monetară expansionistă sau de creșterea salariilor; în plus, în țările în care produsele exportate au un conținut ridicat de factori importați, exporturile și importurile sunt strâns corelate, iar deprecierea nu va afecta semnificativ competitivitatea externă; în fine, efectele intervenției băncii centrale pe piața valutară sunt temporare – pe termen lung îmbunătățirea competitivității externe poate fi asigurată doar prin creșterea productivității muncii, aplicarea progresului tehnologic, ameliorarea calității produselor exportate.

¹⁴⁰ În *Memorandumul privind politicile economice și financiare pentru perioada 2004-2006*, adresat FMI în 2004, autoritățile române menționează explicit că sunt pregătite să înăsprească politica fiscală în cazul în care ținta de inflație ar risca să nu fie atinsă; de asemenea, politica fiscală ar urma să fie înăspriată și în cazul unui dezechilibru nesustenabil al contului curent, politica monetară fiind astfel eliberată de sarcina menținerii echilibrului contului curent; în plus, competitivitatea externă va fi influențată și prin politica de venituri. („We stand ready to tighten fiscal policy further if our current account or disinflation targets are at risk”; „To protect the competitiveness of our economy, we only modestly increased the minimum wage in 2004.”) (FMI, 2004c, p.67 și p.70)

materie de dezinflație au fost remarcabile: în septembrie 2004 distanța dintre țara noastră și alte țări (precum Slovacia, Ungaria, Bulgaria), în termeni de rată anuală a inflației, nu mai era atât de mare, și obiectivul unei rate anuale a inflației exprimate într-o singură cifră pentru anul curent a devenit astfel credibil.

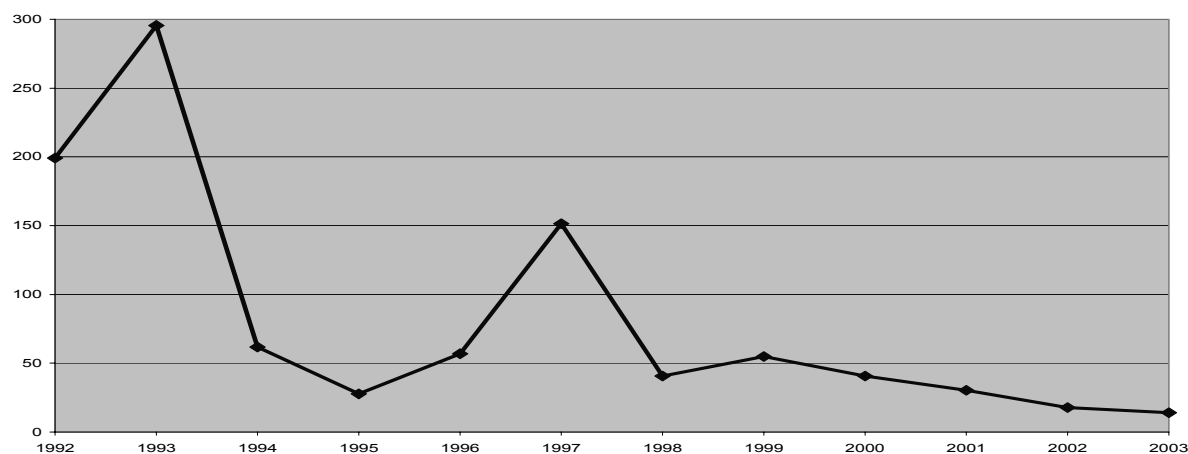
Evoluția ratei inflației în țara noastră în ultimii 11 ani este prezentată în tabelul nr.11 și în figura nr.4. Se poate observa că abia din anul 1999 se poate vorbi de o dezinflație graduală, continuă în România. Pentru primul semestru al anului 2004 rata inflației s-a situat la nivelul de 3,7% (12% pentru perioada iulie 2003-iunie 2004), întărind încrederea că obiectivul de inflație pentru acest an va fi atins.

Tabelul nr. 11 – Rata anuală a inflației în România (%)

Rata inflației	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
(medie anuală)	210,4	256,1	136,7	32,3	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,3
(la sfârșitul anului)	199,2	295,5	61,7	27,8	56,9	151,4	40,6	54,8	40,7	30,3	17,8	14,1

Sursa: BNR

Figura nr. 4 – Rata anuală a inflației în România (% , la sfârșitul perioadei)



Programul economic de pre-aderare (2003) al României prevede continuarea reducerii graduale a inflației în perioada 2003-2006, pentru a ajunge în 2006 la o rată anuală a inflației de 6% (ca medie anuală) și respectiv 4% (la sfârșitul anului). Dacă aceste obiective ar fi îndeplinite și rata inflației ar continua să se reducă și după 2006, România ar putea să îndeplinească criteriul de convergență referitor la rata inflației la doi-trei ani după intrarea în UE (2009-2010). Însă, aceste obiective sunt foarte ambițioase, iar realizarea lor necesită angajamentul ferm al BNR (în sensul acordării de prioritate obiectivului de

stabilitate a prețurilor), recâștigarea credibilității de către BNR, asumarea de către Guvern a obiectivelor privind inflația (reflectedată în politicile economice promovate). În tabelul nr.12 este prezentată evoluția ratei inflației prevăzută de Programul economic de pre-aderare.

Tabelul nr. 12 – Rata inflației în România

	- % -				
	2002	2003	2004	2005	2006
Rata inflației					
- medie anuală	22,5	15,2	11,5	8,0	6,0
- dec./dec.	17,8	14,0	9,0	7,0	4,0
Deflatorul PIB (modificare procentuală)	23,6	15,3	11,6	8,3	6,4

Sursa: Guvernul României (2003), *Programul economic de pre-aderare*

Contrar evoluției din celelalte țări ECE, în România rata inflației măsurată prin creșterea prețurilor producției industriale este mai ridicată decât rata inflației măsurată prin creșterea prețurilor de consum, pe aproape întreaga perioadă a tranziției (în perioada 1995-2003, indicii prețurilor producției industriale a fost inferior indicelui prețurilor de consum doar în 1998). Astfel, la sfârșitul anului 2003, rata inflației măsurată prin creșterea prețurilor producției industriale a fost de 20% (comparativ cu 14,1%, în termeni de creștere a prețurilor de consum). O posibilă explicație poate consta în influența mai puternică a prețurilor administrate asupra prețurilor producției industriale decât asupra prețurilor de consum (FMI, 2004b).

Deficitul bugetar

Comparativ cu celelalte țări ECE, țara noastră se situează foarte bine, prin prisma criteriului de convergență referitor la deficitul bugetar. În afara de România, Bulgaria, Slovenia și țările baltice mai îndeplinesc acest criteriu. Cu excepția perioadei 1998-1999 (când au fost puternic afectate de criza rusă), țările baltice au înregistrat niveluri foarte reduse ale deficitului bugetar (Estonia și Letonia înregistrând chiar excedente în unii ani). Țările din Europa Centrală, considerate inițial ca având cele mai mari șanse de aderare la UEM, au fost nevoite să își modifice obiectivele privind aderarea la UEM tocmai din cauza unor deficite bugetare mari și persistente (cu excepția Sloveniei). Programele de preaderare ale acestor țări prevăd reducerea deficitelor bugetare în perioada 2004-2006.

Backé¹⁴¹ (2002) arată că, după aderarea la UE, deficitele bugetare ale țărilor ECE vor fi afectate de contribuțiile la bugetul comunitar, de creșterea cheltuielilor pentru infrastructură, reforma administrației publice, modificarea tarifului vamal, armonizarea

¹⁴¹ În Oesterreichische Nationalbank (2002)

fiscală, dispariția subvențiilor pentru industrie. În acest fel, pe termen scurt, vor exista presiuni în sensul creșterii deficitului bugetar, însă, pe termen mediu, efectele aderării la UE ar trebui să fie neutre, sau chiar ușor pozitive pentru situația fiscală a țărilor ECE.

În 2004, Eurostat a publicat deficitele bugetare ale celor opt noi state membre ale UE, în conformitate cu metodologia ESA95. La cererea Eurostat, Republica Cehă a fost nevoită să includă și garanțiile publice (reprezentând 7% din PIB) în deficitul bugetar aferent anului 2003, care a crescut astfel de la -4,5% din PIB la -12,9% din PIB. Conform noii metodologii, deficitul bugetar a crescut și pentru Polonia (cu 1,3 puncte procentuale).

În iulie 2004, Consiliul European a constatat existența unui deficit excesiv în Polonia, Republica Cehă, Slovacia și Ungaria (alături de Cipru, Malta și Grecia).

Tabelul nr. 13 – Deficitul bugetar în țările ECE

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaria	-19,4	-1,0	0,7	-0,5	-1,2	-1,1	-1,8	-1,3
Estonia	-0,3	2,8	-0,1	-4,6	-0,7	0,4	1,1	0,4
Letonia	-1,1	1,8	0,2	-3,3	-2,4	-1,2	-2,0	-1,8
Lituania	-2,3	-0,8	-3,5	-5,1	-2,9	-1,3	-1,8	-2,3
Polonia	-2,2	-2,7	-1,9	-2,5	-3,2	-5,3	-5,7	-6,0
Republica Cehă	-0,3	-1,2	-1,7	-1,6	-2,2	-2,8	-3,7	-4,5
România	-3,5	-4,5	-4,7	-3,7	-4,6	-3,7	-2,7	-2,2
Slovacia	-1,9	-3,5	-3,7	-0,2	-4,6	-3,5	-6,2	-4,9
Slovenia	0,0	-1,5	-1,1	-0,9	-1,2	-1,5	-3,1	-1,5
Ungaria	-3,1	-5,1	-6,0	-3,7	-3,7	-3,2	-9,2	-5,7

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale

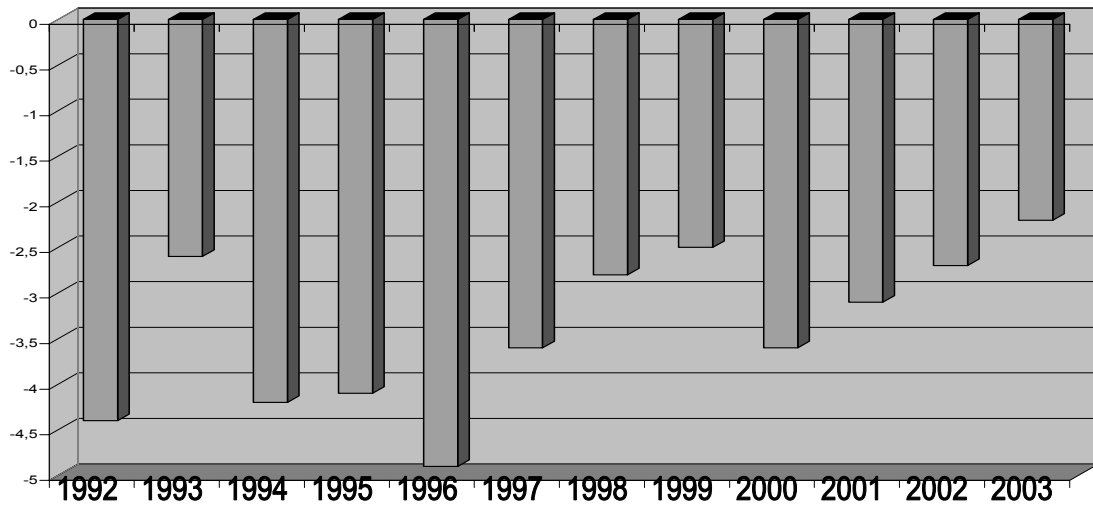
Evoluția deficitului bugetar în România este prezentată în tabelul nr.14 și în figura nr.5. Se poate observa că deficitul bugetar în România s-a situat în jurul valorii de 3% din PIB, în ultimii doi ani situându-se sub această limită. Programul economic de pre-aderare (2003) prevede un deficit bugetar de 3,2% din PIB pentru perioada 1994-1996 (conform metodologiei ESA95). Se poate totuși presupune că acest criteriu va fi relativ ușor de îndeplinit pentru țara noastră, eforturile necesare pentru a readuce deficitul în limita de 3% fiind relativ reduse.

Tabelul nr. 14 – Ponderea soldului bugetului de stat în PIB (%)

Anul	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Excedent (+)/ Deficit (-)	-4,4	-2,6	-4,2	-4,1	-4,9	-3,6	-2,8	-2,5	-3,6	-3,1	-2,7	-2,3

Sursa: BNR, Banca Austria Creditanstalt

Figura nr. 5 – Ponderea soldului bugetului de stat în PIB (%)



Datoria publică

În țările ECE, datoria publică este în general sub limita de 60% din PIB. O problemă specifică țărilor ECE este legată de modul de finanțare a guvernului. Desigur vor fi preferate sursele de finanțare cu un cost cât mai redus: împrumuturi de la banca centrală (cost 0), împrumuturi la o rată a dobânzii inferioare ratei de pe piață, obținute de la bănci comerciale, împrumuturi în valută de pe piețele internaționale și în ultimul rând împrumuturi de pe piața financiară, la rata dobânzii existente pe piață. Dacă această ultimă formă de finanțare are o pondere de 50% din finanțarea totală a guvernelor din țările OCDE, în țările ECE candidate la aderare ponderea ei este de doar 8%.

Tabelul nr. 15 - Datoria publică în țările ECE (% din PIB)

	1999	2002
<i>Valoare de referință</i>	60	60
Bulgaria	94	57
Estonia	7	5
Letonia	11	14
Lituania	28	28
Polonia	43	48
Republica Cehă	15	23
România	31	29
Slovacia	30	34
Slovenia	26	31
Ungaria	60	50

Sursa: BRI

Referitor la datoria publică, programele de pre-aderare ale țărilor ECE prevăd menținerea acesteia la același nivel (în Estonia, Letonia și Lituania), reducerea sa (în Bulgaria) sau creșterea sa (în Slovacia, Polonia, Republica Cehă și România).

Evoluția datoriei publice în România este prezentată în continuare, în tabelul nr. 16 și în figura nr.6. Se observă că *datoria publică a României se situează sub 30% din PIB*, cea mai mare parte (aproximativ 2/3) fiind datorie publică externă.

Din punct de vedere al datoriei publice, se poate aprecia, așadar, că România îndeplinește deja criteriul de convergență privind sustenabilitatea poziției financiare a guvernului. În aceeași situație se găseau la sfârșitul anului 2002 toate țările ECE candidate, chiar dacă anterior unele dintre ele (Bulgaria și Ungaria) aveau anumite probleme în acest sens.

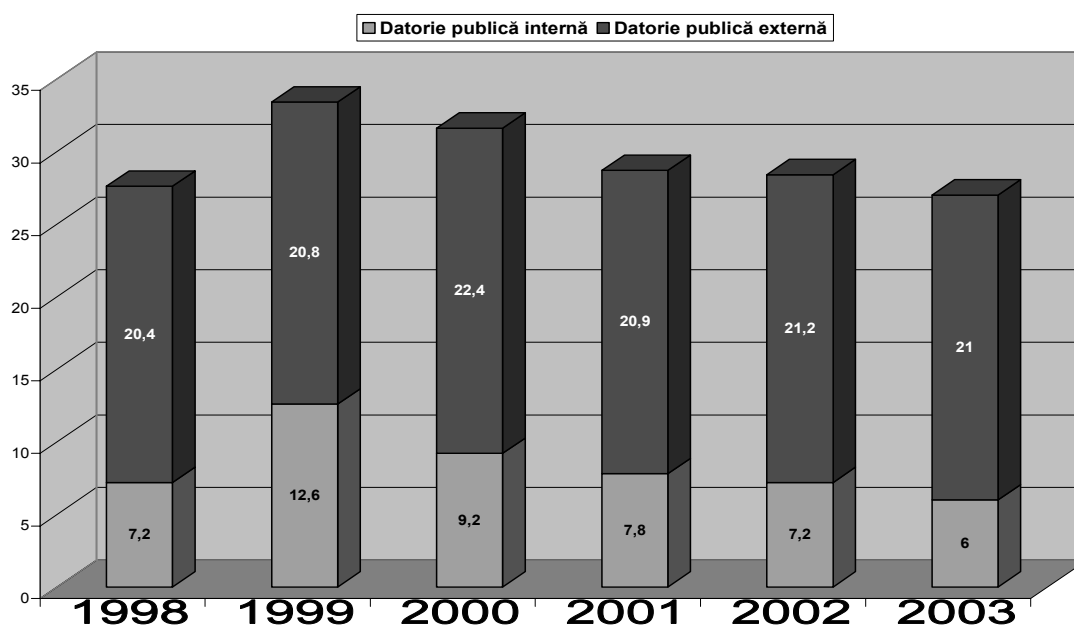
Tabelul nr. 16 – Ponderea datoriei publice în PIB (%)

Anul	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Datorie publică internă	7,2	12,6	9,2	7,8	7,2	6,0*
Datorie publică externă	20,4	20,8	22,4	20,9	21,2	21,0*
Datorie publică - total	27,6	33,4	31,6	28,7	28,4	27,0*

*estimat în octombrie 2003

Sursa: BNR

Figura nr. 6 – Ponderea datoriei publice în PIB (%)



Rata dobânzii

Analiza criteriului de convergență privind rata dobânzii este foarte dificilă pentru țările ECE, deoarece în multe dintre acestea titlurile de stat emise pe piața internă nu au o scadență suficient de îndepărtată și nu beneficiază nici de un grad ridicat de lichiditate, neexistând o piață secundară lichidă unde acestea să poată fi tranzacționate. Guvernele țărilor ECE au făcut eforturi pentru a lansa titluri cu scadențe îndepărtate tocmai în vederea îndeplinirii acestui criteriu – în anul 2003 România rămăsese singura țară ECE care nu lansase încă pe piața internă titluri cu scadența de 10 ani (BRI, 2003).

Pentru țările ECE care au aderat la UE în 2004, se poate observa o convergență rapidă a ratelor dobânzii pe termen lung la nivelul ratelor observate în UE. La sfârșitul anului 2002, diferența dintre rata medie a dobânzii pe 10 ani în țările ECE și în UE era de 1,4%. Această convergență este, în mare măsură, urmarea „jocurilor de convergență” (convergence play – anticiparea de către piețele financiare a intrării acestor țări în zone euro până la momentul scadenței titlurilor pe termen lung). În februarie 2003, din punct de vedere a ratei dobânzii pe termen lung, țările ECE care urmau să adere la UE în 2004 aveau o situație mai bună decât situația Greciei, a Portugaliei și a Spaniei cu patru ani înainte de intrarea acestora în UEM (Revue Élargissement, nr.43/2003).

Tabelul nr. 17 - Rata dobânzii pe termen lung în țările ECE (%)

	1999	2002	Februarie 2003	Septembrie 2004
<i>Valoare de referință</i>	7,5	6,4	6,8	6,4
Bulgaria	9,3	5,7	7,7	...
Estonia	...	3,9	4,4	...
Letonia	...	4,4	5,1	5,0
Lituania	...	5,9	5,6	4,7
Polonia	9,7	5,6	6,9	6,9
Republica Cehă	7,0	4,3	4,7	4,7
România	8,0	...
Slovacia	...	7,4	5,4	5,1
Slovenia	...	8,9	5,1	5,2
Ungaria	8,8	6,5	7,1	8,1

„...” indică inexistența titlurilor cu o scadență atât de îndepărtată

Sursa: BRI (datele pentru 1999 și 2002), Revue Elargissement nr.43/2003 (datele pentru 2003 – în acest caz s-au considerat titlurile cu scadența cea mai apropiată de zece ani); Revue Elargissement (nr.69/2004) și BCE (2004c) pentru datele aferente anului 2004.

În cazul țării noastre, pe piețele externe au fost emise și titluri pe termen de 10 ani, însă pe piața internă scadențele sunt mai reduse: în mai 2003, au fost emise titluri cu scadența de 3 ani, iar în noiembrie 2003 titluri cu scadența de 5 ani.

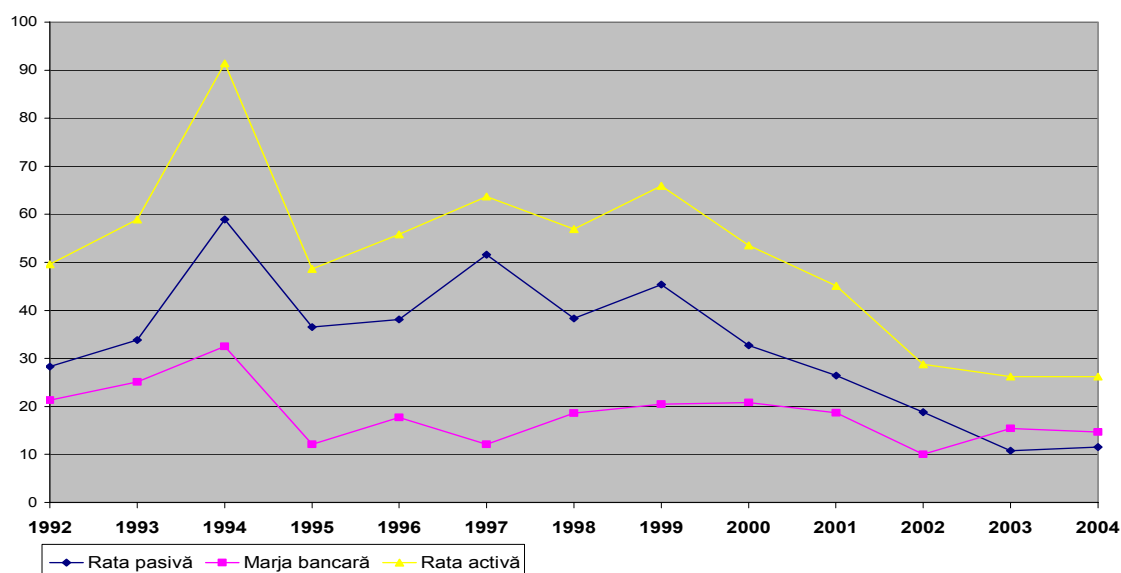
Din cauza inflației, ratele nominale ale dobânzilor din România s-au menținut la un nivel extrem de ridicat, cu mult peste 10%. De fapt, în cazul României se poate remarca faptul că marja bancară s-a menținut până în prezent peste 10% (după ce la sfârșitul anului 2002 marja bancară ajunsese la doar 10%, ea a crescut din nou până la un nivel de peste 15% în anul următor, pentru a se situa la aproape 15% în iunie 2004). Evoluția ratelor medii ale dobânzii practicate de bănci este prezentată în tabelul nr.18 și în figura nr.7.

Tabelul nr. 18. – Rata medie a dobânzilor practicate de societățile bancare (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Iunie 2004
Rata activă	49,6	58,9	91,4	48,6	55,8	63,7	56,9	65,9	53,5	45,1	28,8	26,19	26,22
Rata pasivă	28,3	33,8	58,9	36,5	38,1	51,6	38,3	45,4	32,7	26,4	18,8	10,78	11,56
Marja bancară	21,3	25,1	32,5	12,1	17,7	12,1	18,6	20,5	20,8	18,7	10	15,41	14,66

Sursa: BNR

Figura nr. 7 – Ratele dobânzii și marja bancară (%)



O afirmație destul de des auzită este aceea că, odată controlată inflația, România va reuși fără prea mari dificultăți să reducă ratele dobânzii până la nivelul cerut. Această

afirmație este greu de verificat. În anul 2003, rata dobânzii pentru titlurile de stat s-a redus la 16% (o scădere cu 11% față de 2002), ceea ce înseamnă o rată reală a dobânzii redusă, de nici 2%; însă titlurile de stat sunt emise în marea lor majoritate pe termen scurt (sub 1 an). Analiza ratele reale ale dobânzii active pentru ultimii 5 ani conduce la următoarele rezultate: 11,1% (1999); 12,8% (2000); 14,8% (2001); 11% (2002); 12,1 (2003).

Valoarea de referință (valoarea limită impusă de criteriul de convergență privind rata dobânzii) s-a redus continuu (evoluție inversă față de criteriul privind inflația): de la 7,4% în 1999 la 7,2% în 2000 și, respectiv, 6,6% în 2002. România este foarte departe de a îndeplini acest criteriu. Mai întâi, pentru că titlurile care constituie suportul ratelor dobânzii luate în considerare în Tratatul de la Maastricht nu există. Apoi, pentru că, după apariția acestora, va mai dura un timp până când piața lor va deveni lichidă. Alte obstacole se referă la inflația ridicată, care nu permite reducerea ratelor nominale ale dobânzii și la ratele reale foarte mari ale dobânzilor active. Însă, perspectivele favorabile de aderare a țării noastre la UE și ulterior la UEM, urmare a îndeplinirii celorlalte criterii, ar putea influența în mod hotărâtor evoluția ratelor dobânzii pe termen lung, în sensul asigurării convergenței acestora la nivelul ratelor dobânzii din celelalte state membre ale UE.

Legislația națională

După cum s-a arătat la începutul acestui capitol¹⁴², *legislația națională a țărilor ECE este deja compatibilă cu funcționarea SEBC*. Ca urmare, îndeplinirea acestui criteriu nu va pune probleme țărilor ECE.

Există totuși unele aspecte discutabile – de exemplu, independența băncilor centrale din țările ECE. Deși independența acestor instituții este garantată prin lege, situația fiscală și regimul de curs valutar exercită presiuni asupra deciziilor băncilor centrale. Conform legii banca centrală implementează în mod independent politica monetară, dar în realitate ea depinde de comportamentul guvernului – de exemplu, în absența titlurilor financiare publice (sau în cazul existenței unor titluri care nu pot fi tranzacționate), banca centrală se află în imposibilitatea de a efectua operațiuni de open-market. În țările care au adoptat consilii monetare, băncile centrale sunt independente față de guvern, dar nu implementează în mod autonom o politică monetară. Se pare că existența unui departament puternic de cercetare în cadrul băncii centrale și organizarea unor întâlniri frecvente cu membrii guvernului contribuie la creșterea independenței reale a băncii centrale.

¹⁴² A se vedea subcapitolul 4.1.1.

Cursul de schimb

În general, țările ECE candidate la aderare care au reușit să controleze inflația nu au avut nici o problemă în menținerea cursului de schimb față de euro în limitele a $\pm 15\%$, cum se poate observa din tabelul nr.19. Încă din 1999 aceste țări au realizat o stabilitate a cursului de schimb compatibilă cu criteriul de convergență referitor la stabilitatea cursului de schimb (în cazul unei interpretări la fel de indulgente ca și în cazul Greciei). Polonia constituie o excepție – lăsând zlotul să floteze liber, fluctuațiile acestuia față de euro au depășit 20% în ultimii doi ani, deși rata inflației a fost foarte scăzută. La fel și Letonia, care având moneda ancorată la DST a înregistrat o fluctuație de peste 15% în raport cu euro.

Tabelul nr. 19 - Stabilitatea cursului de schimb față de euro

	1999	2002	2003
Valoare de referință	± 15	± 15	± 15
Bulgaria	-0,6	0,0	1,1
Estonia	-0,1	0,0	0,4
Letonia	-3,2	7,6	15,8
Lituania	-8,5	-1,9	1,5
Polonia	2,1	6,8	23,7
Republica Cehă	-1,0	-2,6	1,4
România	39,2	22,7	30,9
Slovacia	1,3	-3,5	4,1
Slovenia	4,6	3,7	7,3
Ungaria	3,2	-5,4	9,0

Sursa: BRI (pentru anii 1999 și 2002), Banca Austria Creditanstalt (pentru 2003)

În cazul României, trebuie remarcat că modificarea coșului valutar de referință în sensul creșterii ponderii euro a avut un efect pozitiv, contribuind la stabilizarea cursului de schimb față de euro și mai puțin față de dolar.

Analizând evoluția cursului de schimb al leului în ultimii doi ani (aprilie 2002 – martie 2004) se observă o depreciere puternică a cursului nominal, de peste 30% (de la 29.000lei/€ la 40.000lei/€). Această depreciere a fost continuă și nu s-au înregistrat fluctuații mari de la trend. Evoluția cursului valutar nominal față de euro este prezentată în figura nr.8.

Dacă se are în vedere cursul valutar real, calculat pe baza diferențialului de inflație dintre România și zona euro, fluctuațiile înregistrate au fost reduse (sub $\pm 15\%$, în orice caz). În perioada aprilie 2002 – martie 2004, cursul valutar real a oscilat între 81,7% și

91,6% (100% fiind cursul valutar real în perioada de bază, la 1 ianuarie 1999, momentul apariției euro). Evoluția cursului valutar real este prezentată în figura nr.9 (o scădere pe grafic indică o apreciere a leului).

Figura nr. 8 – Evoluția cursului valutar nominal între leu și euro
(aprilie 2002 – martie 2004)

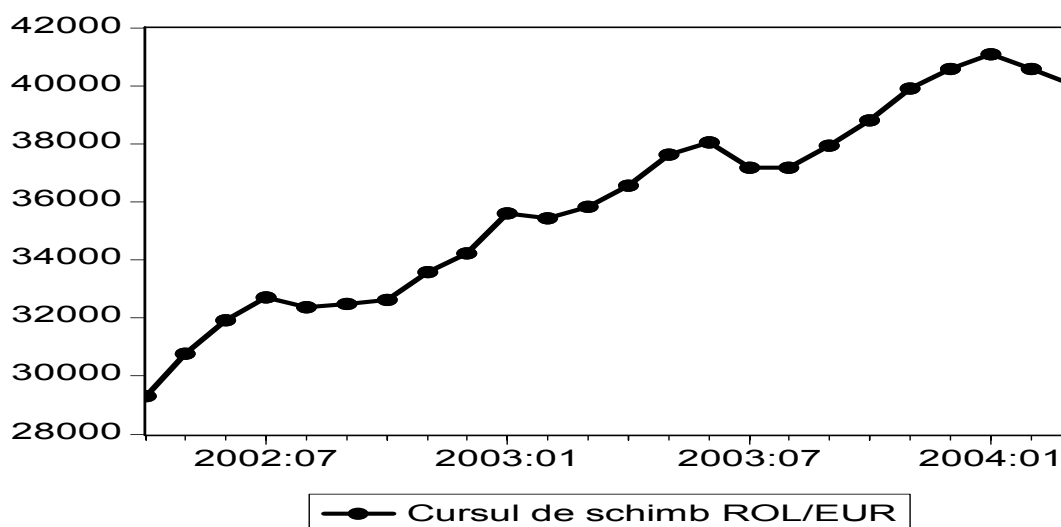
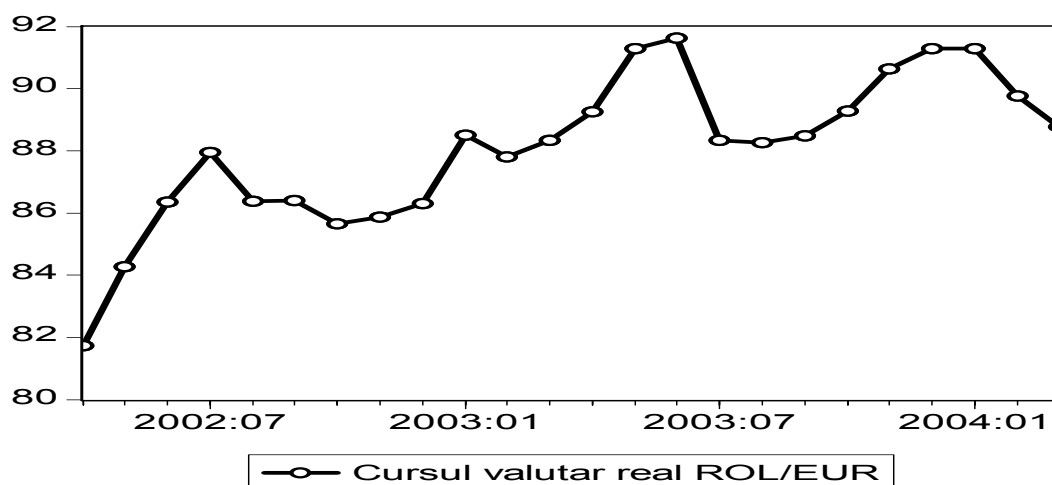


Figura nr. 9 – Evoluția cursului valutar real între leu și euro
(în perioada aprilie 2002 – martie 2004; ianuarie 1999 = 100)



Se poate, deci, presupune că în condițiile reducerii inflației în România (și implicit a diferențialului de inflație față de zona euro), evoluția cursului nominal se va apropia de evoluția cursului real. În acest context, respectarea limitelor benzii de fluctuație prevăzute de SME II ($\pm 15\%$) nu ar trebui să constituie o problemă. Cu toate acestea, situația este mult

mai complicată decât lasă aparențele să se vadă. România se află în stadiul de liberalizare a mișcărilor de capital (proces care va fi finalizat până la momentul intrării în UE), iar efectele liberalizării mișcărilor de capital pe termen scurt sunt foarte greu predictibile.

În octombrie 2004 BCE a publicat raportul de convergență pentru cei 11 membri cu derogare ai UE care nu beneficiază de o clauză de non-adoptare. Cele opt țări ECE care au devenit noi state membre ale UE au fost incluse în raport. Valorile de referință au fost de 2,4% pentru rata inflației și 6,4% pentru rata dobânzii (țările cu cele mai bune performanțe în domeniul stabilității prețurilor fiind Finlanda, Danemarca și Suedia).

Se remarcă în cazul *criteriului inflației* că BCE consideră Lituania, țară care a înregistrat o rată a inflației negativă în perioada de referință (septembrie 2003-august 2004), drept o excepție – se afirmă că rata inflației indică existența unor distorsiuni importante față de evoluția inflației pe termen mediu și ca urmare această țară nu este considerată pentru calculul valorii de referință; totuși, se consideră că Lituania îndeplinește acest criteriu, deoarece rata inflației înregistrate a fost inferioară valorii de referință. *Referitor la criteriul ratei dobânzii* se remarcă faptul că în cazul Estoniei BCE nu comentează nivelul ratelor dobânzii pe termen mediu, precizând că în Estonia nu există o rată a dobânzii pe termen lung conformă prevederilor Tratatului de la Maastricht, care să poată fi evaluată. Cu privire la *criteriul despre stabilitatea cursului de schimb* BCE nu precizează dacă țările care s-au menținut în afara SME II au avut un curs de schimb suficient de stabil față de euro; se precizează doar evoluția înregistrată de monedele naționale ale țărilor ECE în perioada de referință (octombrie 2003 – septembrie 2004). *Referitor la legislația națională* BCE precizează că nici o țară cuprinsă în raportul de convergență din 2004 nu îndeplinește acest criteriu, deoarece în niciuna din țări legislația națională nu prevede integrarea băncii centrale în Eurosistem. Pentru Slovenia BCE consideră că legislația națională nu asigură un grad suficient de ridicat de independență pentru banca centrală și pentru guvernatorul acesteia.

Pentru cele opt țări ECE cuprinse în raportul de convergență datele din tabelul nr.20 țin cont de opinia BCE, cu excepția criteriului privind stabilitatea cursului de schimb (unde nu există o opinie clar exprimată și unde criteriul s-a considerat îndeplinit dacă fluctuația maximă a cursului de schimb în perioada de referință s-a încadrat în limita a $\pm 15\%$), și a criteriului privind alinierea legislativă (dacă singura problemă menționată în raportul de convergență a fost lipsa unei prevederi clare referitoare la integrarea băncii centrale în Eurosistem, s-a considerat acest criteriu îndeplinit – chiar dacă în cazul țărilor baltice a cre au un consiliu monetar introducerea unei astfel de precizări necesită modificarea constituției;

s-a considerat că suportul politic și popular pentru aderarea la UEM este suficient de ridicat în țările ECE pentru ca această modificare legislativă să se realizeze cu ușurință).

În ansamblu, **situația țărilor ECE , prin prisma criteriilor de convergență**, este prezentată în tabelul nr.20. Cea mai bună situație, din punct de vedere a convergenței nominale, o are Lituania¹⁴³, care deja îndeplinește toate criteriile de convergență. Polonia prezintă cea mai nefavorabilă situație, cu doar două criterii îndeplinite.

Tabelul nr. 20 - Gradul de îndeplinire a criteriilor de convergență în țările ECE

	Rata inflației	Deficit bugetar	Datorie publică	Rata dobânzii	Aliniere legislativă	Stabilitate curs de schimb*	Nr. criterii îndeplinite
Bulgaria	Nu	Da	Da	Nu	Da	Da	4
Estonia	Da	Da	Da	Nu	Da	Da	5
Letonia	Nu	Da	Da	Da	Da	Nu	4
Lituania	Da	Da	Da	Da	Da	Da	6
Polonia	Nu	Nu	Da	Nu	Da	Nu	2
Republica Cehă	Da	Nu	Da	Da	Da	Da	5
România	Nu	Da	Da	Nu	Da	Nu	3
Slovacia	Nu	Nu	Da	Da	Da	Da	4
Slovenia	Nu	Da	Da	Da	Nu	Da	4
Ungaria	Nu	Nu	Da	Nu	Da	Da	3

* stabilitatea cursului de schimb nu echivalează cu îndeplinirea criteriului cursului de schimb; în realizarea acestui tabel s-a presupus că participarea la SME II nu va fi însoțită de fenomene negative care să modifice gradul de îndeplinire a criteriilor de la Maastricht, așa cum se prefigurează ele în prezent.

Sursa: autor

4.2.2. Convergența reală a țărilor din Europa Centrală și de Est

Deși țările ECE au cunoscut o dezvoltare economică rapidă și susținută în ultimii ani, procesul de convergență reală a economiilor naționale ale acestor țări la economia UE este departe de a fi realizat. Dacă, din punct de vedere al convergenței nominale, nu există diferențe semnificative între țările care au devenit membre ale UE în 2004 și cele a căror

¹⁴³ Conform Deutsche Bank Research (2004), la sfârșitul anului 2003 Lituania nu mai îndeplinea criteriul ratei dobânzii; conform Backé, Thimann și all (2004) în 2002 Lituania îndeplinea criteriul ratei dobânzii, însă acesta nu era îndeplinit de Estonia, Ungaria, Slovacia și Polonia (analiza se referă doar la țările ECE care au devenit membre ale UE în 2004, și consideră rata dobânzii pentru titluri cu scadența de 5 și de 10 ani, neexistând o omogenitate a datelor pentru toate țările analizate); raportul de convergență pentru 2004 indica pentru Lituania o rată a dobânzii pe termen lung de 4,7%, nivel inferior valorii de referință de 6,4%).

aderare este prevăzută pentru anul 2007, din punct de vedere a convergenței reale, România și Bulgaria se situează cu mult în urma celorlalte opt țări ECE.

Deoarece se analizează convergența la UE, au fost analizați indicatori precum PIB/locuitor, PIB (exprimat în PPC)/locuitor și salariul mediu lunar, toți fiind exprimați ca procent din valorile aceluiași indicatori la nivelul UE. Rezultatele sunt prezentate în continuare.

Din punct de vedere al *PIB/locuitor*, Slovenia se distanțează de toate celelalte țări ECE, ajungând la sfârșitul anului 2003 la 60% din PIB/locuitor din UE (de la 42% în 1996). Urmează Republica Cehă și Ungaria, cu aproximativ 30% (o creștere mai puternică fiind înregistrată de Ungaria, care a pornit de la un nivel mai scăzut). Apoi, urmează celelalte țări ECE care au intrat în UE în 2004 (cu 16-22%) și, în final, Bulgaria și România, cu sub 10% din nivelul PIB/locuitor al UE. În cazul României, creșterea este mai puțin semnificativă, de la 6,6% la 9,6%, comparativ cu Bulgaria, care a înregistrat o creștere de la 5,1% la 9,3%. Totuși, și în cazul României, această creștere a fost de aproape 50% din nivelul din 1996 (într-un interval de 8 ani), indicând o recuperare destul de rapidă a decalajelor.

Tabelul nr. 21 – PIB/locuitor (% din media UE)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Variație 1996-2003 (%)
Bulgaria	5,1	5,6	6,6	6,6	7,0	8,2	8,7	9,3	83,8
Estonia	12,3	14,1	15,4	16,4	17,7	19,3	20,5	21,8	77,5
Letonia	8,6	10,3	10,6	12,1	14,3	15,4	16,1	16,5	90,3
Lituania	9,1	11,8	12,8	12,9	14,7	16,5	17,7	18,9	109,0
Polonia	15,9	16,9	18,0	18,7	20,6	23,2	22,0	20,0	25,7
Republica Cehă	23,9	23,4	24,1	23,3	25,8	28,6	31,9	30,5	27,9
România	6,6	7,1	8,1	7,0	7,9	8,6	9,3	9,6	44,4
Slovacia	14,9	15,4	16,0	17,1	16,7	17,2	17,9	18,4	23,7
Slovenia	42,2	46,4	46,8	44,8	48,3	49,9	53,4	59,3	40,6
Ungaria	18,9	20,6	20,4	20,9	22,2	24,3	28,1	29,8	58,1

Sursa: Revue Élargissement (www.dree.org), calcule proprii

Însă, creșterea veniturilor în țările ECE a fost însoțită de creșterea prețurilor¹⁴⁴. Ca urmare, dinamica *PIB (exprimat în PPC)/locuitor* nu a fost la fel de pozitivă. Unele țări au înregistrat chiar evoluții negative, evoluția cea mai defavorabilă fiind înregistrată de țara

¹⁴⁴ Conform Băncii Austria Creditanstalt, acestea au ajuns în 2003 (exprimate ca procent din nivelul prețurilor în UEM) la 27% în Bulgaria, 36% în România, 37% în Slovacia, 41% în Estonia și Letonia, 49% în Lituania și Republica Cehă, 53% în Polonia, 55% în Ungaria și 67% în Slovenia.

noastră – o scădere a PIB (exprimat în PPC)/locuitor de 14,5%, de la 33% la 28,2% din nivelul UE (în perioada 1996-1999 scăderea a fost de 30% din nivelul inițial, de la 33% la 23%; ulterior evoluția a fost pozitivă, dar mult mai lentă). Cea mai bună evoluție a fost înregistrată de țările baltice. La sfârșitul anului 2003, nivelul PIB (exprimat în PPC)/locuitor în țările ECE se situa între 28% din nivelul UE (în România și Bulgaria) și 70% (în Slovenia).

Tabelul nr. 22 – PIB (exprimat în PPC)/locuitor (% din media UE)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Variație 1996-2003 (%)
Bulgaria	24,9	22,7	23,2	24,0	24,5	26,0	26,4	28,1	13,2
Estonia	33,0	36,6	36,9	35,2	37,5	38,6	40,2	43,4	31,7
Letonia	25,4	27,3	27,6	30,1	31,5	34,2	34,8	36,8	45,0
Lituania	28,6	30,4	31,0	34,9	35,8	37,9	39,8	43,5	51,7
Polonia	35,7	37,6	37,9	41,8	41,7	41,9	41,7	42,6	19,4
Republica Cehă	64,9	63,4	60,1	58,8	59,6	60,6	61,9	63,8	-1,7
România	33,0	30,4	28,6	23,3	23,1	24,4	26,5	28,2	-14,5
Slovacia	45,9	47,9	48,3	42,9	43,8	44,7	47,2	48,4	5,2
Slovenia	65,9	68,0	68,5	66,5	66,4	67,9	69,0	70,3	6,6
Ungaria	46,5	47,9	49,3	47,8	48,8	51,5	53,4	55,1	18,4

Sursa: Revue Élargissement (www.dree.org), calcule proprii

Tabelul nr. 23 – Salariul lunar mediu (% din media UE)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Variație 1996-2003 (%)
Bulgaria	3,7	4,4	5,9	6,3	6,9	7,3	7,8	7,8	112,7
Estonia	13,1	14,7	16,0	17,3	18,1	18,9	20,3	21,7	66,4
Letonia	12,9	13,8	14,6	15,8	16,5	16,2	15,4	14,6	13,1
Lituania	9,7	11,6	14,2	15,4	16,1	17,3	17,4	17,5	81,4
Polonia	17,2	18,5	19,6	24,6	28,1	32,2	30,8	28,6	65,9
Republica Cehă	19,1	19,4	20,3	21,0	22,6	24,8	28,4	28,5	49,3
România	6,6	6,6	8,4	7,4	8,6	9,5	9,7	9,7	45,7
Slovacia	14,0	15,6	15,9	14,9	16,0	16,5	17,6	18,6	32,6
Slovenia	50,3	51,3	53,4	54,9	55,9	57,0	58,0	55,9	11,2
Ungaria	16,4	17,6	17,6	18,7	20,1	23,3	28,1	29,1	76,9

Sursa: Revue Élargissement (www.dree.org), calcule proprii

Evoluția salariului mediu brut lunar în țările ECE este prezentată în tabelul nr.23. Din punct de vedere al salariului lunar mediu, țările ECE au înregistrat creșteri similare cu cele înregistrate în termeni de PIB/locuitor. În funcție de nivelul salariului mediu la sfârșitul anului 2003, țările ECE pot fi împărțite în patru grupuri: Slovenia (cu peste 50% din media

UE), un grup format din Ungaria, Polonia și Republica Cehă (cu aproximativ 29%), țările baltice împreună cu Slovacia (15%-22%) și un al patrulea grup, format din România și Bulgaria¹⁴⁵ (cu sub 10%).

Însă, valorile medii ale unor indicatori privind veniturile pe locuitor pot ascunde divergențe mari între diferite categorii ale populației – în timp ce o parte a populației înregistrează venituri relativ ridicate, o altă parte a populației se confruntă cu sărăcia. La sfârșitul anilor '90, *rata sărăciei absolute* se situa între 0,7% în Slovenia și 44,5% în România (la un prag venitului pe persoană de 4,3 USD/zi) (Banca Mondială, 2000). Dacă pragul venitului pe persoană este considerat 2,15 USD/zi, atunci se poate afirma că unele țări ECE (Republica Cehă, Slovenia) au eradicat complet sărăcia. Rata sărăciei absolute în țările ECE este prezentată în tabelul nr.24.

Se poate observa că pentru țări cu niveluri similare ale PIB/locuitor sau ale salariului mediu lunar (spre exemplu România și Bulgaria), analiza ratei de sărăcie relevă existența unor diferențe semnificative. Dar trebuie ținut cont și de faptul că datele privind Bulgaria se referă la anul 1995 (înainte de criza din 1996-1997), în timp ce datele privind România se referă la anul 1998 (după recesiunea puternică din 1997-1998). Considerarea unor date referitoare la același an ar indica în mod sigur diferențe mai reduse.

Tabelul nr. 24 – Rata sărăciei absolute în țările ECE (%)

Țara (anul)	Prag de 2,15 USD/zi	Prag de 4,3 USD/zi
Bulgaria (1995)	3,1	18,2
Estonia (1998)	2,1	19,3
Letonia (1998)	6,6	34,8
Lituania (1999)	3,1	22,5
Polonia (1998)	1,2	18,4
Republica Cehă (1996)	0,0	0,8
România (1998)	6,8	44,5
Slovacia (1997)	2,6	8,6
Slovenia (1997/1998)	0,0	0,7
Ungaria (1997)	1,3	15,4

Sursa: Banca Mondială (2000)

¹⁴⁵ Din punct de vedere al salariului mediu România este mai bine situată decât Bulgaria, pe întreaga perioadă de analiză, însă trebuie ținut cont de faptul că s-a considerat salariul brut, iar gradul de fiscalitate aplicat acestuia în țara noastră este foarte ridicat.

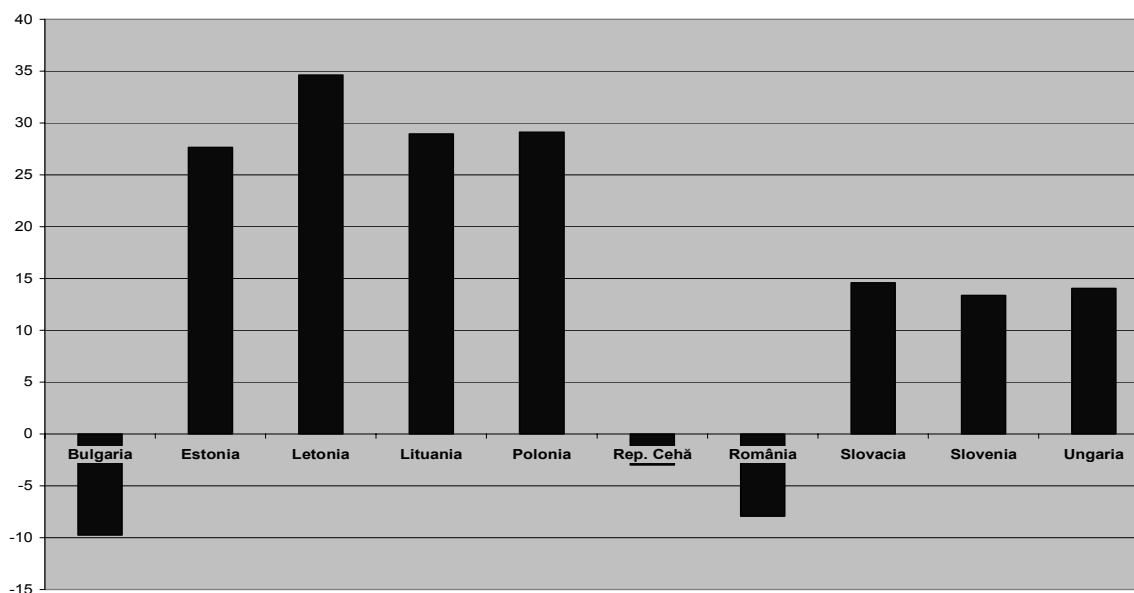
Din punct de vedere al ratei de creștere economice, analiza arată că, în pofida unor rate de creștere destul de ridicate înregistrate de țările ECE, *diferențialul de creștere economică în raport cu UEM* a fost foarte scăzut, chiar negativ (pentru perioada 1996-1999, devenind pozitiv doar din anul 2000, dar menținându-se foarte scăzut – sub 0,5% în ultimii trei ani). Începând cu anul 2000, diferențialul de creștere economică a înregistrat valori mai ridicate pentru țările baltice și pentru țările care urmează să adere la UE în 2007 (Bulgaria și România).

Tabelul nr.25 – Diferențialul de creștere economică între țările ECE și UEM

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Cumulat 96-03
Bulgaria	-12,2	-9,0	1,9	0,2	3,3	2,0	2,7	2,5	-9,8
Estonia	1,8	7,7	2,5	-2,8	5,2	4,3	3,9	2,6	27,6
Letonia	1,5	6,2	2,6	0,7	4,7	5,8	3,9	4,9	34,6
Lituania	2,5	4,9	5,1	-3,8	1,8	3,8	5,1	6,8	29,0
Polonia	3,9	4,7	2,7	1,9	13,7	-1,2	-0,5	1,5	29,1
Rep. Cehă	2,2	-2,9	-3,2	-1,7	1,1	1,0	-0,2	0,8	-3,0
România	1,8	-8,2	-7,0	-3,3	0,0	3,6	2,8	2,7	-7,9
Slovacia	4,0	2,5	2,1	-0,7	-0,1	1,7	2,3	2,1	14,6
Slovenia	1,4	2,4	1,7	3,1	2,5	0,7	0,8	0,1	13,4
Ungaria	-0,8	2,4	2,7	2,0	3,1	1,7	1,3	0,8	14,0
Medie țări ECE	-1,5	-1,1	-1,0	-2,6	1,4	0,2	0,1	0,3	14,2

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale

Figura nr.10 – Diferențialul de creștere economică între țările ECE și UEM
(cumulat pentru perioada 1996-2003)



Anul 2003 este primul în care toate țările ECE au înregistrat o rată de creștere economică superioară celei înregistrate de UEM (în condițiile în care rata de creștere înregistrată anul trecut de zona euro a fost de 0,9%, fiind cea mai scăzută rată de creștere de la constituirea UEM). Letonia și Slovenia sunt singurele țări ECE care au avut o rată de creștere mai ridicată decât UEM pe întreaga perioadă de analiză.

Cumulat, pentru perioada 1996-2003, diferențialul de creștere între țările ECE și UEM a fost în medie de 14,2%, situându-se între 34,6% pentru Letonia și -9,8% pentru Bulgaria. Cu excepția Bulgariei, României și Republicii Cehe, afectate grav de crizele prin care au trecut în a doua jumătate a anilor '90, țările ECE au reușit să reducă din decalajele care le despart de UEM. Cu excepția Republicii Cehe, Programele economice de pre-aderare ale țărilor ECE prevăd rate ridicate de creștere economică și pentru perioada următoare (2004-2006).

Ritmul de recuperare a decalajelor poate fi accelerat, depășind diferențialul de creștere economică, în condițiile în care se acceptă aprecierea reală a monedei naționale (Isărescu, 2004). În toate țările ECE moneda s-a apreciat față de euro în termeni reali, evoluție care explică rezultatele mult mai bune obținute anterior, în termeni de PIB/locuitor și de salariu lunar mediu.

Însă pentru analiza gradului de convergență reală indicatorii referitori la structura producției, la piața forței de muncă și la sincronizarea ciclurilor de producție sunt mai relevanți decât indicatorii privind nivelul veniturilor pe locuitor (Faure, 2004).

Tabelul nr. 26 – Contribuția principalelor sectoare la formarea PIB (2002)

	Agricultură	Industrie	Servicii
Bulgaria	12,5	23,4	59,7
Estonia	5,4	29,3	65,3
Letonia	4,7	24,7	70,6
Lituania	7,1	30,5	62,4
Polonia	3,1	23,8	66,5
Republica Cehă	3,7	31,9	57,9
România	11,3	28,4	46,1
Slovacia	4,5	26,4	63,6
Slovenia	3,1	30,4	63,8
Ungaria (2001)	4,3	26,2	64,4
UE	2	27	71

Sursa: Isărescu (2004), Backé, Thimann și all (2004), BCE

Din punct de vedere al structurii PIB, *contribuția principalelor trei sectoare ale economiei la formarea PIB* în țările ECE este similară cu cea din UE – cu unele diferențe, existând țări ECE în care contribuția agriculturii este mai importantă (Bulgaria, România) sau în care sectorul serviciilor este mai puțin dezvoltat (cea mai mare diferență fiind înregistrată de România). Din punct de vedere a ocupării pe sectoare, se remarcă în unele țări ECE o pondere mult mai însemnată a populației ocupate în agricultură (România, Bulgaria, Polonia, Letonia, Lituania, Slovenia), respectiv o pondere mult mai redusă a populației ocupate în sectorul terțiar (România, Bulgaria, Polonia) – însă situația acestor țări este foarte similară cu cea a Portugaliei sau a Greciei, care și ele înregistrează astfel de diferențe față de media UE.

În fine, din punct de vedere al *ratei șomajului*, situația țărilor ECE nu pare mult diferită de cea țărilor din zona euro. În medie rata șomajului în țările ECE este cu 3% mai ridicată decât în UEM, dar există și țări ECE care înregistrează rate mai reduse decât media UEM (Ungaria, Republica Cehă, Letonia și România). La o analiză mai atentă, se observă însă că, în unele țări ECE (spre exemplu Polonia și România), ponderea populației ocupate în agricultură este foarte mare, în timp ce contribuția agriculturii la formarea PIB este foarte redusă, ceea ce indică existența unui șomaj ascuns (multe persoane considerate oficial ca fiind ocupate în agricultură sunt, de fapt, șomeri care practică doar o agricultură de subzistență).

Tabelul nr.27 – Rata șomajului în țările ECE

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaria	12,5	13,7	12,2	16,0	16,9	19,8	17,8	13,7
Estonia	10,0	9,7	9,9	12,3	13,7	12,6	10,3	10,0
Letonia	7,2	7,0	9,2	9,1	7,8	7,7	8,5	8,6
Lituania	6,2	6,7	6,5	10,0	12,6	12,9	13,8	12,5
Polonia	13,2	10,5	10,4	13,0	13,9	16,2	17,8	19,9
Rep. Cehă	4,0	4,8	6,5	8,7	8,8	8,1	8,8	7,8
România	7,8	7,5	9,3	11,3	11,2	9,0	10,0	7,6
Slovacia	11,3	11,8	12,5	16,2	18,6	19,2	18,5	17,5
Slovenia	13,9	14,4	14,5	13,6	12,2	11,6	11,6	11,2
Ungaria	9,9	8,7	7,8	7,0	6,4	5,7	5,8	5,9
Medie țări ECE	<i>9,6</i>	<i>9,5</i>	<i>9,9</i>	<i>11,7</i>	<i>12,2</i>	<i>12,3</i>	<i>12,3</i>	<i>11,5</i>
UEM				9,4	8,4	8,0	8,3	8,8

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale

Se poate observa că țările ECE au reușit să realizeze un anumit proces de convergență reală, însă acesta este mai puțin vizibil decât în cazul convergenței nominale. Cel mai ridicat grad de convergență reală îl avea la sfârșitul anului 2003 Slovenia, care se distanțează mult de celelalte țări ECE. Din punct de vedere a dinamicii indicatorilor și a vitezei de recuperare a decalajelor, se remarcă performanța țărilor baltice.

România se află cu mult în urma celorlalte țări ECE (împreună cu Bulgaria). Procesul de convergență reală a început practic mai târziu în aceste două țări, odată cu ieșirea din recesiunea economică (în 1997 în cazul Bulgariei și în 2000 în cazul României). Începând cu anul 2001, economia românească a cunoscut o evoluție deosebit de pozitivă, performanțele bune în materie de creștere economică fiind asociate cu reducerea ratei inflației, creșterea rezervelor internaționale, menținerea deficitului de cont curent în limite sustenabile și diminuarea șomajului (FMI, 2004b).

În cazul României, pentru a se asigura realizarea convergenței reale și nominale, ar mai trebui rezolvate unele probleme grave, cum ar fi arieratele și corupția.

Volumul arieratelor s-a menținut la niveluri extrem de ridicate în economia românească (aproape 40% din PIB), urmare a unei discipline financiare slabe. Arieratele reprezintă o formă de supraviețuire a industriilor ineficiente, constituind un factor inflaționist de primă mărime (Isărescu, 2004). Un aspect pozitiv este includerea arieratelor ca și criteriu de performanță în acordul stand-by semnat cu FMI în 2004.

Corupția este larg răspândită în societatea românească la toate nivelurile, putându-se chiar vorbi de un anumit grad de „capturare a statului”¹⁴⁶ („state capture”). Aceasta însă nu este o problemă specifică economiei românești – dintre țările ECE, la sfârșitul anilor ‘90, Bulgaria, Slovacia și Letonia prezentau un grad mai ridicat de „capturare a statului” decât

¹⁴⁶ Capturarea statului se referă la situația în care într-o țară corupția este atât de ridicată, încât legile, politicile și reglementările pot fi „cumpărate” de anumite grupuri de interes. Aceste grupuri de interes (de obicei grupuri de întreprinderi) utilizează diferite mijloace pentru a modela deciziile autorităților, în așa fel încât să-și asigure cât mai multe avantaje (spre deosebire de alte forme de corupție prin care se influențează modul în care legile și reglementările sunt aplicate, în cazul „capturării statului” se influențează modul de formare a acestora). Ulterior, aceste grupuri de interes se opun la orice reformă care ar putea conduce la pierderea avantajelor obținute; astfel „capturarea statului” devine nu doar un simptom a unei slabe guvernări, ci și o cauză fundamentală a cesteia. Pentru o prezentare mai detaliată a capturii statului a se vedea Hellman și Kaufmann (2001).

România (Hellman și Kaufmann¹⁴⁷, 2001; Steves și Rousso, 2003). Totuși, aceasta nu schimbă cu nimic faptul că în România corupția este o problemă foarte gravă, pentru combaterea căreia trebuie găsite mijloacele necesare¹⁴⁸. Steves și Rousso (2003) arată că în țările ECE, în perioada 1999-2002, măsurile anticorupție care au dat cele mai bune rezultate au fost inițiativele legislative anticorupție – acestea au contribuit la reducerea corupției în administrație, fără a avea însă vreo influență asupra gradului de „capturare a statului”. Programele anticorupție de tip „omnibus” și semnarea unor convenții internaționale anticorupție nu au avut nici o influență în sensul reducerii corupției, la nici un nivel. Mauro (2004) arată că, în țările în care nivelul corupției este foarte ridicat, frecvent guvernele nu reușesc să iese din cercul vicios al corupției fără sprijin din exterior; existența unor organizații non-guvernamentale puternice, care să exercite presiuni în sensul implementării unor programe anti-corupție, au efecte benefice și facilitează implementarea acestor programe.

4.2.3. Analiza țărilor din Europa Centrală și de Est prin prisma criteriilor sugerate de teoria zonelor monetare optime

Din punct de vedere al criteriilor ZMO, situația țărilor ECE nu se deosebește foarte mult de situația țărilor membre ale zonei euro. Țările ECE se caracterizează prin:

- rigidități importante ale prețurilor și salariilor (rigiditate ca scădere);
- o mobilitate redusă a forței de muncă;
- o mobilitate ridicată a capitalurilor (mai există încă țări ECE în care se mențin restricții pentru mișcările de capitaluri, însă acestea vor fi eliminate treptat contribuind la creșterea mobilității capitalurilor);
- diversitate ridicată a aparatului productiv (deși mai redusă decât în cazul țărilor din zona euro);

¹⁴⁷ Conform Hellman și Kaufmann (2001) și în Lituania gradul de captură a statului era mai mare decât în România.

¹⁴⁸ Conform FMI (2004c), în 2002 România rămăsese țara cu cel mai ridicat grad de corupție (chiar mai ridicat decât în 1996). Țări precum Bulgaria și Letonia, în care corupția era o problemă mult mai gravă decât în România în 1996 au înregistrat rezultate foarte bune în sensul reducerii corupției în ultimii ani.

- integrare financiară mai redusă decât în țările din zona euro, însă în creștere (în țările din Europa Centrală, în special în Republica Cehă, Polonia și Ungaria, se observă deja un grad ridicat de integrare financiară cu țările din zona euro);
- un grad ridicat de deschidere a economiei – în special un grad ridicat de deschidere spre UE (fluxurile comerciale și financiare intraregionale sunt reduse în cazul țărilor ECE) – țările mai mari (Polonia și România) au un grad de deschidere comercială similar cu media statelor UE, în timp ce țările mici (în special republicile baltice) au un grad de deschidere mult mai ridicat – a se vedea tabelul nr.28;
- integrare politică similară cu cea a statelor din zona euro: pe fondul unei susțineri puternice din partea opiniei publice, autoritățile politice din țările ECE și-au exprimat deja cu mult timp în urmă hotărârea fermă de a adera la structurile europene, inclusiv la UEM;
- convergența ratei inflației (reducerea diferențialului de inflație), care se poate deja observa în cazul țărilor ECE (cu excepția României)¹⁴⁹; este de așteptat ca participarea la SME II să favorizeze această evoluție (în același fel în care SME a favorizat convergența ratei inflației între țările participante) – a se vedea tabelul nr.29;
- cicluri economice puternic corelate cu cele ale țărilor din zona euro;
- manifestarea aceleiași opțiuni în materie de politică economică: în toate țările ECE, legislația națională prevede ca principal obiectiv al politicii monetare menținerea stabilității prețurilor, iar mix-ul de politică economică trebuie conceput în așa fel încât acest obiectiv să nu fie periclitat (crearea unor surprize inflaționiste, în scopul favorizării ocupării și relansării economiei, poate fi drastic sancționată de piețe, așa cum au demonstrat atacurile speculative din Ungaria din anul 2003);
- în țările ECE există în mod sigur voința politică de a accepta politicile țărilor vecine (politicile comunitare), fapt demonstrat de transpunerea acquis-ului comunitar în legislația națională și implementarea sa.

Se poate observa, din situația prezentată mai sus, că țările ECE sunt candidate la fel de bune pentru participarea la UEM ca și actualii membri ai zonei euro. Se mai poate observa că modul de aderare la UE obligă țările candidate să îndeplinească o parte din criteriile stabilite de teoria ZMO: obligativitatea adoptării acquis-ului comunitar implică acceptarea politicilor celorlalte țări membre ale zonei monetare; obligativitatea liberalizării

¹⁴⁹ La sfârșitul anului 2003, diferențialul de inflație între media țărilor ECE (inclusiv România) și UEM era de 0%; la momentul respectiv diferențialul de inflație între media celor opt țări ECE care au devenit membre ale UE în mai 2004 și UEM era negativă, de -1,19%.

mișcărilor de capitaluri asigură o mobilitate ridicată a acestora; ulterior, pentru intrarea în UEM, criteriile de convergență impun reducerea diferențialului de inflație și acceptarea stabilității prețurilor ca principal obiectiv al politicii economice. În modul acesta, aderarea unei țări la UEM este imposibilă înainte ca cel puțin aceste patru criterii ale teoriei ZMO (menționate mai sus) să fie îndeplinite.

Tabelul nr. 28 – Gradul de deschidere economică¹⁵⁰

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaria	99,5	94,9	71,8	73,0	90,1	91,1	87,5	92,4
Estonia	121,9	159,7	148,0	135,5	143,8	135,5	126,3	131,1
Letonia	73,9	78,1	82,1	70,2	70,5	71,9	75,2	79,0
Lituania	98,0	96,5	85,7	72,3	81,4	90,4	94,6	93,3
Polonia	42,8	47,3	46,5	45,5	49,2	47,2	50,9	61,5
Republica Cehă	86,0	94,3	96,6	98,9	110,1	114,3	107,1	116,7
România	55,3	55,9	47,8	53,1	63,3	67,1	69,4	73,1
Slovacia	97,3	89,7	110,3	108,5	125,1	134,8	131,1	139,7
Slovenia	93,9	97,4	97,8	92,4	99,3	99,3	92,9	92,9
Ungaria	74,8	88,1	103,6	110,4	129,1	124,0	111,0	107,9
Medie țări ECE	82,4	88,2	87,0	84,0	94,2	95,6	92,6	96,8

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale, calcule proprii

Tabelul nr. 29 – Diferențialul de inflație dintre țările ECE și UEM

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bulgaria	119,63	1056,39	16,69	0,60	8,34	5,38	3,83	0,18
Estonia	21,07	8,60	6,23	1,32	2,05	3,76	1,59	-0,64
Letonia	15,63	6,46	2,68	0,38	0,68	0,51	-0,03	0,89
Lituania	22,64	6,90	3,10	-1,22	-0,97	-0,68	-1,68	-3,65
Polonia	17,84	13,10	9,75	5,33	8,15	3,53	-0,10	-1,26
Republica Cehă	6,82	6,57	8,65	0,17	1,93	2,73	-0,19	-1,88
România	36,85	152,79	57,12	43,83	43,69	32,49	20,56	13,30
Slovacia	3,83	4,13	4,72	8,59	10,06	5,35	1,35	6,58
Slovenia	7,89	6,40	5,92	4,19	6,89	6,44	5,51	3,62
Ungaria	21,63	16,30	12,25	8,02	7,82	7,24	3,29	2,66
Medie țări ECE	25,41	125,79	10,73	5,14	6,89	4,70	1,44	0,00

Sursa: FMI – Statistici financiare internaționale, calcule proprii

¹⁵⁰ Calculat ca $\frac{M + X}{PIB}$, unde M=importuri iar X=exporturi.

Din punct de vedere al criteriilor menționate situația României nu este foarte diferită de cea a celorlalte țări ECE (cu excepția convergenței inflației). Din punct de vedere al criteriilor care favorizează decizia unei țări de a intra într-o uniune monetară, situația țării noastre diferă de cea a celorlalte țări ECE prin următoarele:

- *o necesitate mai stringentă de a importa stabilitate monetară (în condițiile unei rate a inflației mult mai înalte);*
- *un cadru legislativ mai puțin coerent și eficient (deficiență reproșată an de an de Comisia Europeană);*
- *un sistem financiar mult mai puțin dezvoltat (după cum se va vedea în capitolul V.).*

Aceste deosebiri se vor atenua însă în anii următori, iar la momentul aderării României la UEM acestea vor fi neesențiale (rata inflației va trebui redusă pentru a îndeplini criteriul de convergență referitor la inflație; cadrul legislativ va fi în continuare ameliorat, eficientizarea sa fiind o condiție necesară pentru ca România să îndeplinească criteriile de la Copenhaga; sistemul financiar se va dezvolta, deși în acest caz reducerea decalajelor față de celelalte țări ECE este mai problematică, depinzând nu doar de ritmul de dezvoltare a sistemului financiar românesc, ci și de ritmul de dezvoltare a sectorului financiar din celelalte țări ECE).

V. SUSTENABILITATEA PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II

5.1. METODĂ DE EVALUARE A SUSTENABILITĂȚII PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II

Pentru țările ECE, principalul risc al participării la SME II ar fi posibilitatea de apariție a unor crize valutare sau financiare. Experiența țărilor participante la SME în 1992 a creat un precedent. Atunci a avut loc doar o criză valutară, deoarece sistemele financiare ale țărilor implicate erau bine dezvoltate și robuste și au permis evitarea apariției unei crize financiare. Însă, sistemele financiare din țările ECE sunt mai puțin dezvoltate.

Odată cu apropierea momentului participării țărilor ECE la SME II, problema evaluării riscului de apariție a unor crize valutare sau financiare în țările ECE devine tot mai stringentă.

În acest capitol, este prezentată o metodă care permite evaluarea sustenabilității participării țărilor ECE la SME II, prin estimarea riscului extern și a riscului financiar în aceste țări. Metoda propusă este similară cu abordarea bazată pe semnale (signal-approach), dar este eliminat principalul inconvenient al acestei abordări: indicatorii utilizați pot lua orice valoare între 0 și 1, astfel că ei nu doar semnalizează o problemă, ci și permit o diferențiere a problemelor în funcție de gravitatea fiecăreia. Pe de altă parte metoda propusă evită și un inconvenient esențial al sistemelor de avertizare timpurie (early warning systems), deoarece, în agregarea indicatorilor, nu permite nici o compensare între semnalele

pozitive și cele negative primite de la indicatorii individuali. Atunci când nu există probleme, indicatorii individuali au valoarea 1, indiferent cât de bună este situația; dacă există probleme, valoarea indicatorilor este subunitară (0 pentru cea mai rea situație posibilă). În modul acesta, indicatorii agregați cumulează toate deficiențele depistate.

5.1.1. Indicatori utilizați

După o analiză atentă a indicatorilor relevanți pentru analiza vulnerabilității externe și a fragilității financiare, au fost selectați cinci indicatori pentru evaluarea vulnerabilității externe și cincisprezece indicatori pentru evaluarea fragilității financiare. Dintre aceștia din urmă, cinci indicatori se referă la dezvoltarea sistemelor financiare și zece indicatori la vulnerabilitatea acestora.

Indicatorii utilizați pentru evaluarea sustenabilității poziției externe se referă la datoria externă (raportul dintre rezervele internaționale și datoria externă pe termen scurt) la rezervele internaționale (variația rezervelor oficiale), la contul curent (deficitul contului curent, exprimat ca procent din PIB), la situația finanțelor publice (deficitul bugetar, exprimat ca procent din PIB) și la cursul de schimb (aprecierea excesivă a cursului valutar real – s-a considerat cursul de schimb față de DST, o apreciere reală anuală de peste 10% fiind considerată excesivă). Toți acești indicatori au fost utilizați în studii anterioare, fiind demonstrată capacitatea lor de predicție a crizelor.

În *alegerea indicatorilor privind dezvoltarea sistemelor financiare*, numeroși economiști recurg la *active bancare raportate la PIB* și *credit total raportat la PIB* pentru evaluarea dimensiunii sistemului bancar și respectiv la *capitalizarea bursieră raportată la PIB* pentru evaluarea dimensiunii piețelor financiare.

Au mai fost adăugați doi indicatori: *marja bancară* (diferența dintre rata activă și rata pasivă a dobânzii - spread), ca o măsură a maturității sistemelor bancare (s-a observat că în cazul țărilor ECE dezvoltarea sistemelor bancare a fost însoțită de reducerea marjei bancare) și *rotația pieței raportată la capitalizarea bursieră*, ca o măsură a lichidității piețelor financiare. Doar piețele de acțiuni au fost luate în considerare, deoarece acestea sunt mai bine dezvoltate și funcționează în toate țările analizate.

Pentru *analiza vulnerabilității financiare*, punctul de plecare a fost setul de indicatori utilizați de FMI în rapoartele de țară privind țările ECE și cei propuși ca set de macroindicatori prudențiali de bază. Au fost făcute unele modificări, unii indicatori au fost excluși (cei care s-au dovedit irelevanți pentru țările ECE), fiind adăugați alții.

În locul creditelor în valută, a depozitelor în valută și a poziției deschise în valută, s-au folosit *activele nete în valută, raportate la activele totale*. Creditul privat a fost înlocuit cu *creditul neguvernamental*, deoarece în țările ECE au existat numeroase credite acordate întreprinderilor de stat, mai ales la începutul perioadei de analiză, credite supuse aceluiași riscuri ca și creditele acordate sectorului privat.

În cele mai multe cazuri, rezervele obligatorii au fost egale (sau chiar superioare în unii ani) rezervelor bancare totale. Rezervele totale raportate la depozite constituie un indicator care are valori mult mai ridicate în țările ECE decât în zona euro, utilizată ca benchmark, deoarece rezervele obligatorii au fost utilizate în țările ECE ca instrument al politicii monetare în scopul combaterii inflației. Cu toate că, în prezent, băncile nu își utilizează rezervele pentru a face față retragerilor de numerar, este totuși adevărat că, în caz de panică și retrageri bruște de numerar, cu cât rezervele deținute de bănci sunt mai mari, cu atât șansele sistemului bancar de a rezista sunt mai mari. Pe de altă parte, cu cât preferința pentru numerar este mai mare, cu atât șansele de retrageri masive de numerar în caz de panică sunt mai mari (când preferința pentru numerar este redusă, agenții economici vor schimba banca la care își țin disponibilitățile mai degrabă decât să retragă numerar). Ținând cont de aceste aspecte, *s-a încercat relaționarea rezervelor cu preferința pentru numerar și s-a folosit ca indicator raportul dintre rezerve raportate la depozite și numerar raportat la M2*.

Depozitele la vedere ca procent din depozitele totale sunt mult mai reduse în țările ECE decât în zona euro utilizată ca benchmark (45% în zona euro). Totuși, acest fapt reflectă mai degrabă structura diferită a sistemelor de plăți (preferința puternică pentru numerar în țările ECE), decât vulnerabilitatea mai scăzută a sistemelor financiare din aceste țări, în comparație cu cea a sistemelor financiare din zona euro. În mod similar, creditele pe termen scurt raportate la credite totale sunt mult mai ridicate în țările ECE decât în zona euro. Deși structura creditelor din sistemele bancare din țările ECE reflectă o mai mare lichiditate, trebuie ținut cont de faptul că creditele pe termen scurt au cea mai mare pondere în țările ECE, din cauză că inflația a fost ridicată în perioada analizată, mediul macroeconomic nu a fost atât de stabil ca și cel din zona euro, iar băncile nu au oferit credite pe termen lung, fiind descurajate de riscurile mari implicate. În plus, în toate țările ECE analizate, indicatorii de lichiditate indică o situație bună – acești indicatori nu emit nici un semnal, nu evidențiază existența nici unei probleme și nu permit astfel nici o diferențiere între țările analizate. Din aceste motive acești indicatori (precum și orice alți indicatori de evaluare a lichidității sistemelor bancare) nu au fost utilizați în prezentul studiu.

Raportul dintre capitaluri proprii și active ponderate în funcție de risc nu a fost utilizat, din cauza indisponibilității datelor privind rating-ul țărilor ECE pentru perioada de analiză. Pentru majoritatea țărilor analizate și pentru majoritatea anilor din perioada de analiză, rating-ul de țară s-a situat în zona B, pentru care coeficienții de ponderare sunt în general 100%. Pentru țările pentru care nu se cunoaște rating-ul, regulile de la Basel sugerează utilizarea unui coeficient de 100% pentru toate categoriile de active. În aceste condiții, indicatorul a fost înlocuit cu raportul dintre capitaluri proprii și active (fără a le mai pondera în funcție de risc). Conform noilor reglementări Basel II, marea majoritate a observațiilor s-ar încadra tot în categoria de ponderare 100%.

Expansiunea puternică a creditului („credit boom”) este în general acceptată ca semnal de avertizare privind apropierea unei crize, deoarece majoritatea crizelor au fost precedate de acest fenomen – Sachs, Tornell și Velasco (1996); Bussière și Mulder (1999). Acest indicator a fost adăugat în prezentul studiu, considerându-se că o rată de creștere a creditului neguvernamental superioară ratei de creștere a PIB-ului nominal nu este sustenabilă, și deci poate fi interpretată ca un semn de vulnerabilitate financiară (o astfel de creștere ar continua să alimenteze inflația).

Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002) sugerează utilizarea *ratei inflației* ca indicator de vulnerabilitate macroeconomică (inclusiv financiară). Un alt indicator sugerat de acești economiști pentru măsurarea fragilității sistemelor financiare din țările ECE este raportul dintre *activele bancare deținute de băncile de stat și totalul activelor bancare*. S-a demonstrat că în țările ECE băncile de stat sunt mai puțin eficiente decât cele private, și în general manifestă o tendință de asumare a mai multor riscuri (Bonin, Hasan și Wachtel, 2004). Au fost adăugați ambii indicatori.

Reducerea raportului dintre depozite și M2 poate indica o pierdere a încrederii publicului în sistemul bancar, conform Brüggeman și Linne (2002). În țările ECE, *raportul dintre depozite și M2* a crescut permanent în ultimii zece ani, ca urmare a dezvoltării sistemelor bancare și a plăților fără numerar. Aceasta fiind situația, s-a considerat că, în cazul țărilor ECE, orice reducere a raportului dintre depozite și M2 poate fi interpretată ca semn de vulnerabilitate, acest indicator fiind și el adăugat.

Downes, Marston și Otter (1999) sugerează că atunci când *creditele primite de sistemul bancar de la banca centrală* depășesc o anumită fracțiune (50%) din capitalurile proprii, stabilitatea financiară este amenințată. Se poate argumenta că mărimea raportului dintre creditele primite de la banca centrală și capitalurile proprii depinde de structura și de istoria fiecărui sistem bancar, însă o creștere a acestui raport semnalează faptul că sistemul

bancar se confruntă cu probleme cărora nu le poate face față singur, fără ajutorul băncii centrale (Caviglia, Krause și Thimann¹⁵¹, 2002). Prin urmare și acest indicator a fost adăugat.

Indicatorii reținuți (împreună cu valorile utilizate ca benchmark) sunt prezentați în tabelul nr.30.

**Tabelul nr. 30 – Indicatori utilizați pentru evaluarea
sustenabilității participării țărilor ECE la SME II**

Indicatori	Benchmark
Vulnerabilitate externă	
Rezerve internaționale minus aur / datorie externă pe termen scurt	≥ 1
Variația rezervelor internaționale (%)	≥ 0
Deficitul contului curent (% din PIB)	≤ 5
Deficitul bugetar (% din PIB)	≤ 3
Aprecierea cursului valutar real (%)	≤ 10
Dezvoltare financiară	
Active bancare / PIB	$\geq 1,97$
Credit total / PIB	$\geq 1,08$
Marja bancară (rata activă – rata pasivă)	$\leq 3,34$
Capitalizarea bursieră / PIB	$\geq 0,47$
Rotația pieței / capitalizare bursieră	$\geq 1,05$
Vulnerabilitate financiară	
Credit neguvernamental / credit total	$\leq 0,89$
(Rezerve/depozite) / (numerar/M2)	$\geq 0,42$
Credite neperformante (% din total credite)	≤ 5
Capital propriu/total active (%)	≥ 8
Active nete în valută/total active (%)	$\leq 1,22$
Active bănci publice/total active (%)	≤ 50
Depozite/M2 (variație, %)	≥ 0
Rată creștere credit neguvernamental / rată de creștere PIB	≤ 1
Credite de la banca centrală /capital propriu (rata de creștere, %)	≤ 0
Rata inflației	$\leq 3,3$

Sursa: autor

¹⁵¹ În BCE (2002a)

Ca benchmark (nivelul de la care indicatorul ia valoarea 1, considerându-se că nu există probleme), s-a utilizat valoarea fiecărui indicator în 2002 în zona euro, cu unele excepții:

- raportul dintre rezerve internaționale și datoria externă pe termen scurt: 1, conform Bussière și Mulder (1999);
- deficitul contului curent: 5%, conform Brada și Tomsik (2003);
- deficitul bugetar: 3%, conform criteriilor de la Maastricht;
- raportul dintre credite neperformante și total credite¹⁵²: 5%, conform Downes, Marston și Otker (1999);
- raportul dintre capitaluri proprii și activele totale: s-a constatat că raportul dintre capitaluri proprii și active totale a fost 7,22% în zona euro, dar s-a preferat utilizarea ca benchmark a valorii indicate de regulile de la Basel¹⁵³, de 8%;
- ponderea activelor deținute de băncile de stat în totalul activelor bancare: 50%, considerându-se că în momentul în care peste jumătate din activele bancare sunt controlate de investitori privați, existența băncilor publice nu mai constituie un element important de vulnerabilitate a sectorului financiar;
- dinamica unor indicatori (variația rezervelor internaționale, dinamica creditelor primite de sistemul bancar de la banca centrală, ritmul de creștere a depozitelor, ritmul expansiunii creditului neguvernamental).

5.1.2. Metodă de normalizare a indicatorilor utilizați

Pentru a putea agrega cei douăzeci de indicatori individuali selectați a fost necesară normalizarea lor – metoda de normalizare propusă a permis ca fiecare indicator să ia valori între 0 și 1 (1 indicând o situație bună, caracterizată de lipsa vulnerabilității, iar 0 indicând o situație foarte gravă, în care riscul de apariție a unor crize este iminent).

¹⁵² După anul 2000, nivelul creditelor neperformante în țările dezvoltate (SUA, Marea Britanie, Norvegia, Australia, Suedia) a fost în medie de 2% din total credite, dar în prima parte a anilor '90, acest nivel era mult mai ridicat (8-10%). În Franța, ponderea creditelor neperformante în total credite se situează încă la aproximativ 5%.

¹⁵³ Acest fapt a impus o restricție ceva mai puternică asupra țărilor ECE care și-au îmbunătățit recent rating-ul, iar indicatorul poate sugera o vulnerabilitate mai ridicată decât cea reală, însă există șanse minime ca acest lucru să se întâmple, deoarece, în majoritatea cazurilor, raportul dintre capitaluri proprii și active totale depășește cu mult 8%. În toate țările analizate, cerințele referitoare la capitalul propriu al băncilor sunt în prezent la fel de stricte (sau chiar mai stricte) decât în zona euro.

Tabelul nr. 31 – Metodă de normalizare a indicatorilor

Indicatori (I)	Indicatori normalizați (i)	
Vulnerabilitate externă (i_e)		
Rezerve internaționale minus aur / datorie externă pe termen scurt (I ₁)	$i_{e1} = 1$ dacă $I_1 \geq 1$	$i_{e1} = I_1$ dacă $I_1 < 1$
Variația rezervelor internaționale (%) (I ₂)	$i_{e2} = 1$ dacă $I_2 \geq 0$	$i_{e2} = 0$ dacă $I_2 \leq -50$ $i_{e2} = 1 + I_2 * 2 / 100$ dacă $-50 < I_2 < 1$
Deficitul contului curent (% din PIB) (I ₃)	$i_{e3} = 1$ dacă $I_3 \geq -5$	$i_{e3} = -5 / I_3$ dacă $I_3 < -5$
Deficitul bugetar (% din PIB) (I ₄)	$i_{e4} = 1$ dacă $I_4 \geq -3$	$i_{e4} = -3 / I_4$ dacă $I_4 < -3$
Aprecierea cursului valutar real (%) (I ₅)	$i_{e5} = 1$ dacă $I_5 \leq 10$	$i_{e5} = 10 / I_5$ dacă $I_5 > 10$
Dezvoltare financiară (i_d)		
Active bancare / PIB (I ₆)	$i_{d1} = 1$ dacă $I_6 \geq 1,97$	$i_{d1} = I_6 / 1,97$ dacă $I_6 < 1,97$
Credit total / PIB (I ₇)	$i_{d2} = 1$ dacă $I_7 \geq 1,08$	$i_{d2} = I_7 / 1,08$ dacă $I_7 < 1,08$
Marja bancară (%) (I ₈)	$i_{d3} = 1$ dacă $I_8 \leq 3,34$	$i_{d3} = 3,34 / I_8$ dacă $I_8 > 3,34$
Capitalizarea bursieră / PIB (I ₉)	$i_{d4} = 1$ dacă $I_9 \geq 0,47$	$i_{d4} = I_9 / 0,47$ dacă $I_9 < 0,47$
Rotația pieței / capitalizare bursieră (I ₁₀)	$i_{d5} = 1$ dacă $I_{10} \geq 1,05$	$i_{d5} = I_{10} / 1,05$ dacă $I_{10} < 1,05$
Vulnerabilitate financiară (i_f)		
Credit neguvernamental / credit total (I ₁₁)	$i_{f1} = 1$ dacă $I_{11} \leq 0,89$	$i_{f1} = 0,89 / I_{11}$ dacă $I_{11} > 0,89$
(Rezerve/depozite) / (numerar/M2) (I ₁₂)	$i_{f2} = 1$ dacă $I_{12} \geq 0,42$	$i_{f2} = I_{12} / 0,42$ dacă $I_{12} < 0,42$
Credite neperformante (% din total credite) (I ₁₃)	$i_{f3} = 1$ dacă $I_{13} \leq 5$	$i_{f3} = 5 / I_{13}$ dacă $I_{13} > 5$
Capital propriu / total active (%) (I ₁₄)	$i_{f4} = 1$ dacă $I_{14} \leq 8$	$i_{f4} = 8 / I_{14}$ dacă $I_{14} > 8$
Active nete în valută / total active (%) (I ₁₅)	$i_{f5} = 1$ dacă $ I_{15} \leq 1,22$	$i_{f5} = I_{15}$ dacă $ I_{15} > 1,22$
Active bănci publice / total active bancare (%) (I ₁₆)	$i_{f6} = 1$ dacă $I_{16} \leq 50$	$i_{f6} = 2 - 2 * I_{16} / 100$ dacă $I_{16} > 50$
Depozite/M2 (variație, %) (I ₁₇)	$i_{f7} = 1$ dacă $I_{17} \geq 0$	$i_{f7} = 0$ dacă $I_{17} < -10$ $i_{f7} = 1 + I_{17} / 10$ dacă $-10 < I_{17} < 0$
Rată creștere credit neguvernamental / rată de creștere PIB ¹⁵⁴ (I ₁₈)	$i_{f8} = 1$ dacă $I_{18} \leq 1$	$i_{f8} = 1 / I_{18}$ dacă $I_{18} > 1$
Credite de la banca centrală / capital propriu (rata de creștere, %) (I ₁₉)	$i_{f9} = 1$ dacă $I_{19} \leq 0$	$i_{f9} = 0$ dacă $I_{19} < -10$ $i_{f9} = 1 - I_{19} / 10$ dacă $-10 < I_{19} < 0$
Rata inflației (I ₂₀)	$i_{f10} = 1$ dacă $I_{20} \leq 3,3$	$i_{f10} = 3,3 / I_{20}$ dacă $I_{20} > 3,3$

Sursa: autor

¹⁵⁴ Pentru a evita problemele de semn algebric și pentru ca indicatorul normalizat să nu scadă foarte brusc (ținând cont de faptul că, în țările ECE, creșterea creditului ca procent din PIB este normală și absolut necesară pentru dezvoltarea sistemului bancar), s-a făcut raportul dintre indicele creditului bancar și indicele PIB.

5.1.3. Metodă de agregare a indicatorilor individuali

Înainte de a calcula indicatorul agregat de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II (IS), au fost calculați indicatorii agregați pentru fiecare categorie de indicatori individuali considerați: indicatorul agregat de vulnerabilitate externă (IVE); indicatorul agregat de dezvoltare financiară (IDF); indicatorul agregat de vulnerabilitate financiară (IVF). A mai fost calculat și un indicator agregat de fragilitate financiară (IFF), ca medie ponderată a indicatorului de dezvoltare financiară și a indicatorului de vulnerabilitate financiară.

Pentru calculul indicatorilor agregați, în cadrul fiecăreia din cele trei categorii de indicatori s-a acordat aceeași pondere fiecărui indicator individual. Astfel, în cazul unor date indisponibile, indicatorul agregat respectiv a putut fi calculat ca medie a indicatorilor care erau disponibili.

$$IVE = 0,2 \times \sum_{j=1}^5 i_{ej} = \frac{\sum_{j=1}^5 i_{ej}}{5} \quad (11)$$

$$IDF = 0,2 \times \sum_{j=1}^5 i_{dj} = \frac{\sum_{j=1}^5 i_{dj}}{5} \quad (12)$$

$$IVF = 0,1 \times \sum_{j=1}^5 i_{fj} = \frac{\sum_{j=1}^5 i_{fj}}{10} \quad (13)$$

Pentru calculul indicatorului agregat de sustenabilitate, s-a acordat aceeași pondere vulnerabilității externe și fragilității financiare (0,5). În cadrul fragilității financiare, s-a acordat o pondere mai mare vulnerabilității financiare (0,3) decât dezvoltării sectorului financiar (0,2).

Ca urmare indicatorul agregat de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II a fost calculat cu formula:

$$IS = 0,5 \times IVE + 0,2 \times IDF + 0,3 \times IVF \quad (14)$$

sau

$$IS = 0,5 \times IVE + 0,5 \times IFF \quad (15)$$

unde IFF a fost calculat cu formula:

$$IFF = 0,4 \times IDF + 0,6 \times IVF \quad (16)$$

Ținând cont de modul în care acești indicatori agregați au fost construiți (aceștia însumează toate problemele, toate deficiențele economiei naționale și ale sistemului financiar – deși în realitate unele deficiențe sunt compensate de existența altor aspecte pozitive, care reduc vulnerabilitatea sistemului), valori de peste 0,80 pot fi acceptate ca indicând o vulnerabilitate foarte redusă. În plus, în majoritatea cazurilor benchmark-ul utilizat a fost nivelul mediu indicatorilor în zona euro. Prin definiție, acest nivel mediu implică existența unor țări în zona euro în care nivelul indicatorilor este mai scăzut decât benchmark-ul considerat pentru țările ECE. Ca urmare, o situație sustenabilă pentru țările ECE nu implică neapărat performanțe superioare performanțelor medii din UEM, ci doar performanțe apropiate de acestea.

5.2. STUDIU EMPIRIC

Au fost analizate cele zece țări ECE, cu care au fost încheiate sau sunt în curs de desfășurare, negocierile de aderare la UE (Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, Republica Cehă, România, Slovacia, Slovenia și Ungaria), dar și trei țări membre ale zonei euro, considerate ca grup de referință (Grecia, Irlanda și Portugalia).

Perioada de analiză cuprinde zece ani: 1993-2002 (pentru grupul de referință doar nouă ani: 1994-2002). Sunt utilizate observații anuale; frecvent, în studiile referitoare la vulnerabilitatea externă sau la fragilitatea financiară se utilizează indicatori trimestriali sau chiar lunari, însă disponibilitatea acestor indicatori este mult mai redusă. În plus, studiile anterioare au arătat că, în general, „semnalele” privind creșterea vulnerabilității sunt emise

de indicatori cu 12-24 de luni înainte de apariția unei crize; prin urmare utilizarea indicatorilor anuali nu ar trebui să constituie o problemă.

Datele au fost obținute în principal din statisticile financiare FMI (International Financial Statistics), fiind completate, acolo unde a fost cazul, cu date de la BCE, BERD, Banca Mondială, Banca Austria Creditanstalt (revista Xplicit, diferite numere), precum și cu date din statistici naționale. Datele privind ponderea activelor băncilor de stat în totalul activelor bancare, ponderea creditelor neperformante în total credite, capitalizarea bursieră și rotația piețelor financiare au fost preluate din Bonin și Wachtel (2002), fiind completate cu date din statistici naționale.

În continuare, sunt prezentate rezultatele obținute¹⁵⁵. Există câteva cazuri în care unele date lipsesc¹⁵⁶. În aceste cazuri indicatorii agregați din categoriile respective au fost calculați ca medie a elementelor existente.

5.2.1. Gradul de vulnerabilitatea externă

Se poate observa că *vulnerabilitatea externă* este foarte redusă în țările ECE. Cu excepția Estoniei și Slovaciei, a căror vulnerabilitate externă a crescut (pe fondul unui deficit important de cont curent, a aprecierii reale a monedei naționale, iar în cazul Estoniei și ca urmare a creșterii puternice a datoriei externe pe termen scurt în ultimii ani), la sfârșitul anului 2002, pentru celelalte țări ECE, valoarea indicatorului agregat de vulnerabilitate externă se situa foarte aproape de 1 (valori peste 0,9), indicând cvasi-absența vulnerabilităților externe în aceste economii.

¹⁵⁵ Evoluția grafică a indicatorilor agregați și tabele cu indicatorii individuali (normalizați) pentru țările ECE sunt prezentate în Anexa nr.5.

¹⁵⁶ Indicatorii referitori la piețele financiare au fost considerați 0 înainte de crearea piețelor de acțiuni. Datele lipsă se referă la: variația rezervelor internaționale (Letonia, 1993; Lituania, 1993), deficitul bugetar (Letonia, 1993; Polonia, 1993), aprecierea reală a cursului de schimb (1993, pentru toate țările ECE), capitalizarea bursieră (Slovacia 2002), raportul dintre rotația pieței și capitalizarea bursieră (Slovacia 2002), marja bancară (Estonia 1993), creditele neperformante (Letonia 1993; Lituania 1993; România 1993; Slovacia 2002), raportul dintre activele băncilor de stat și activele bancare totale (Letonia 1993; România 1993), rata de creștere a raportului dintre depozite și M2 (Letonia 1993; Lituania 1993; Republica Cehă 1993; Slovacia 1993), rata de creștere a creditului neguvernamental (Letonia 1993; Lituania 1993; Republica Cehă 1993; Slovacia 1993; Slovenia 1993), variația raportului dintre creditele primite de la banca centrală și capitalurile proprii (Letonia 1993; Lituania 1993; Republica Cehă 1993; Slovacia 1993).

Pentru România, acest indicator avea valoare 1, țara noastră prezentând, din acest punct de vedere, o situație foarte bună, situându-se în fruntea țărilor ECE cu cel mai bun punctaj (fiind urmată de Lituania și Slovenia cu 0,99 și 0,98).

Este de remarcat faptul că, în cadrul grupului de referință¹⁵⁷, doar Grecia prezenta o absență completă a vulnerabilităților externe (nivelul indicatorului fiind 1). La sfârșitul anului 2002, majoritatea țărilor ECE prezentau un risc extern mai redus decât Portugalia (doar Estonia, Slovacia, Polonia și Ungaria aveau o vulnerabilitate externă mai ridicată decât Portugalia la sfârșitul anului 2002).

Tabelul nr. 32 – Indicatorul agregat de vulnerabilitate externă

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaria	0,316	0,929	0,776	0,524	0,828	0,917	0,978	0,982	0,959	0,952
Estonia	1,000	0,801	0,874	0,842	0,880	0,915	0,897	0,944	0,844	0,746
Letonia	1,000	0,872	0,870	0,916	0,961	0,897	0,868	0,934	0,903	0,935
Lituania	0,834	0,782	0,704	0,764	0,843	0,884	0,713	0,966	1,000	0,987
Polonia	0,840	1,000	0,903	1,000	1,000	1,000	0,905	0,916	0,893	0,905
Rep. cehă	1,000	1,000	0,973	0,896	0,849	0,907	1,000	0,995	0,947	0,940
România	0,909	0,853	0,860	0,854	0,780	0,810	0,975	0,952	0,923	1,000
Slovacia	0,672	0,914	0,961	0,894	0,831	0,810	0,959	0,999	0,902	0,870
Slovenia	1,000	0,927	0,989	1,000	1,000	1,000	0,800	1,000	1,000	0,976
Ungaria	0,734	0,782	0,895	0,919	0,880	0,896	0,947	0,935	0,932	0,903
Medie țări ECE	0,831	0,886	0,881	0,861	0,885	0,904	0,904	0,962	0,930	0,922
Grecia		1,000	1,000	1,000	0,860	1,000	1,000	0,870	1,000	1,000
Irlanda		1,000	1,000	0,975	0,887	1,000	1,000	1,000	1,000	0,985
Portugalia		0,810	0,899	1,000	0,930	0,929	0,853	0,871	0,880	0,912
Medie grup de referință		0,937	0,966	0,992	0,893	0,976	0,951	0,914	0,960	0,965

¹⁵⁷ Pentru țările din grupul de referință, indicatorul de vulnerabilitate externă a fost calculat ca medie a ultimilor patru indicatori individuali, datele despre datoria externă a acestor țări nefiind disponibile.

Figura nr. 11 – Vulnerabilitatea externă în țările ECE și în țările de referință

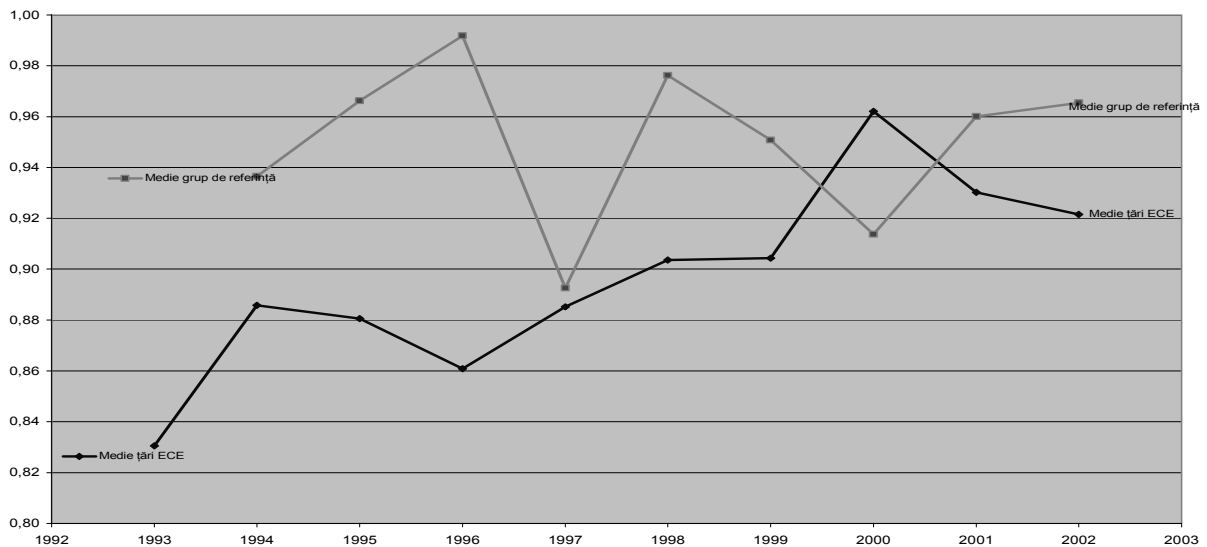
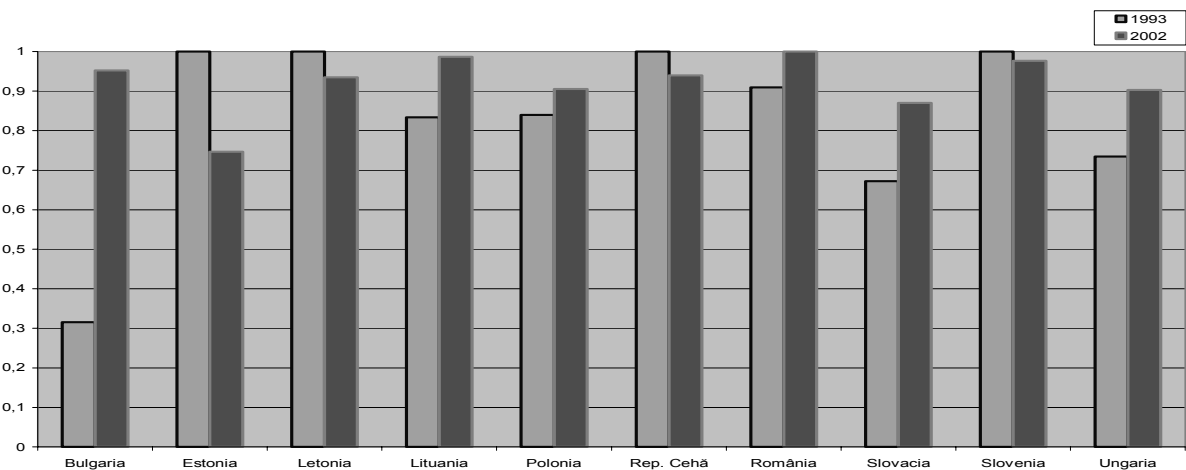


Figura nr. 12 – Evoluția indicatorului de vulnerabilitate externă în țările ECE

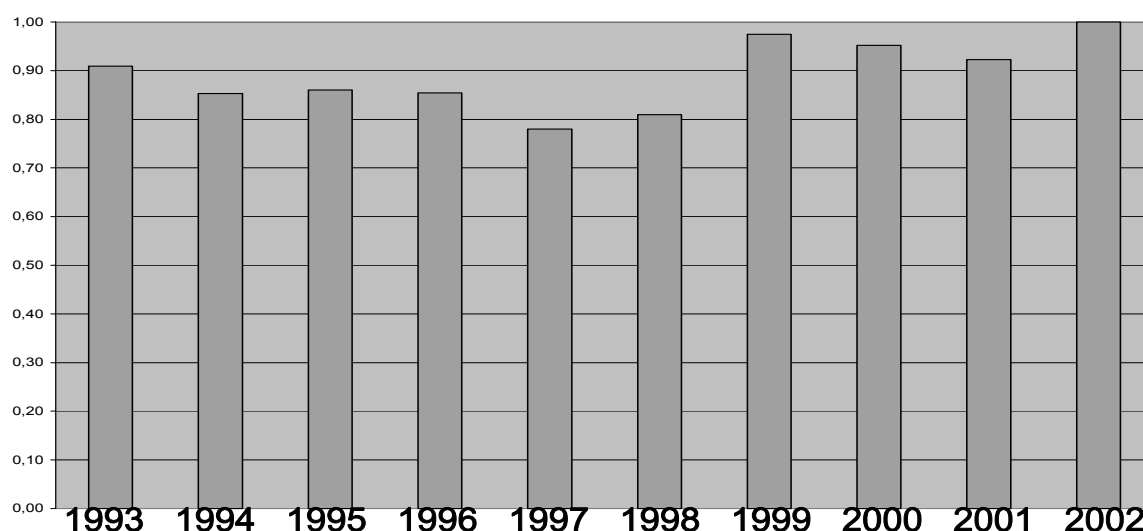


Principalele cauze ale vulnerabilității externe a țărilor ECE sunt: aprecierea reală a cursului de schimb¹⁵⁸, existența unor deficite importante de cont curent și a unor deficite bugetare însemnate (în special în țările din Europa Centrală).

¹⁵⁸ Pentru anul 2002, toate țările ale căror monede au fost ancorate la euro au înregistrat o apreciere excesivă, de peste 10%, deoarece, drept referențial a fost considerat cursul de schimb față de DST, iar în perioada respectivă euro a cunoscut o apreciere foarte puternică. Acest factor de vulnerabilitate ar fi dispărut (cu excepția Poloniei) dacă aprecierea reală ar fi fost considerată în raport cu euro. A fost preferat însă cursul față de DST deoarece aproximează mai bine cursul real efectiv al monedelor, iar o apreciere față de DST afectează competitivitatea externă a țărilor ECE (descurajând exporturile spre alte țări decât cele membre ale UEM, spre exemplu).

Wyplosz¹⁵⁹ (2002) arată că, pentru țările ECE, existența unor deficite bugetare și a unor deficite de cont curent¹⁶⁰ este optimală, aceste țări fiind în recuperare. Prin urmare existența unor deficite importante nu trebuie neapărat interpretată ca un semn de vulnerabilitate.

Figura nr. 13 – Evoluția indicatorului de vulnerabilitate externă în România



Tabelul nr. 33 – Indicatori de vulnerabilitate externă în România

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve internaționale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor internaționale (%)	1	1	0,51	1	1	0,51	0,87	1	1	1
Deficitul contului curent / PIB (%)	0,64	1	0,79	0,52	0,75	0,59	1	1	0,83	1
Deficitul bugetar / PIB (%)	1,00	1	1,00	0,75	0,78	1,00	1	0,76	0,99	1
Apreciere excesivă a cursului valutar real	n.a.	0,26	1,00	1,00	0,37	0,96	1	1	0,80	1
Indicatorul agregat de vulnerabilitate externă	0,91	0,85	0,86	0,85	0,78	0,81	0,97	0,95	0,92	1

¹⁵⁹ În *Revue Elargissement*, nr.26/2002

¹⁶⁰ Referitor la deficitele de cont curent, BRI (2003) precizează că, în perioada 1994-2002, acestea au fost mari în țările ECE, dar că aceasta situație este normală și sustenabilă, deficitele fiind finanțate în proporție de 90% din investiții străine directe în țările ECE.

În cazul României, datoria externă pe termen scurt nu a reprezentat niciodată o problemă, rezervele internaționale fiind suficiente pentru a o acoperi. Ceilalți indicatori au avut și valori subunitare, anul 2002 fiind primul în care toți indicatorii considerați au valori care nu indică prezența nici unei vulnerabilități. În 2003, deficitul contului curent a depășit limita de 5% din PIB provocând o scădere ușoară a indicatorului de vulnerabilitate externă, care a ajuns astfel la 0,95, o valoare care rămâne însă foarte bună, indicând în continuare un risc foarte scăzut de apariția a unei crize valutare.

5.2.2. Nivelul de dezvoltare financiară

Referitor la *nivelul de dezvoltare a sectorului financiar*, se pot observa cele mai mari diferențe între țările ECE și țările de referință, deși la sfârșitul anului 2002 cinci țări ECE aveau un sistem financiar mai dezvoltat decât Grecia (Ungaria, Republica Cehă, Estonia, Slovenia și Slovacia).

Tabelul nr. 34 – Indicatorul agregat de dezvoltare financiară

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaria	0,395	0,358	0,245	0,353	0,097	0,164	0,161	0,173	0,184	0,219
Estonia	0,065	0,105	0,123	0,273	0,535	0,450	0,406	0,504	0,483	0,506
Letonia	0,116	0,114	0,093	0,148	0,239	0,211	0,205	0,320	0,322	0,378
Lituania	0,242	0,115	0,175	0,194	0,248	0,230	0,211	0,211	0,218	0,250
Polonia	0,535	0,525	0,354	0,403	0,414	0,378	0,436	0,414	0,353	0,354
Rep. cehă	0,326	0,413	0,551	0,580	0,560	0,528	0,572	0,588	0,493	0,517
România	0,107	0,086	0,134	0,143	0,265	0,113	0,148	0,127	0,118	0,137
Slovacia	0,319	0,339	0,404	0,577	0,589	0,474	0,390	0,402	0,470	0,478
Slovenia	0,377	0,399	0,336	0,366	0,328	0,384	0,381	0,401	0,449	0,456
Ungaria	0,352	0,387	0,348	0,396	0,599	0,638	0,637	0,663	0,509	0,536
Medie țări ECE	0,283	0,284	0,276	0,343	0,387	0,357	0,355	0,380	0,360	0,383
Grecia		0,314	0,342	0,357	0,396	0,405	0,490	0,476	0,415	0,413
Irlanda		0,548	0,772	0,720	0,746	0,809	0,932	0,776	0,799	0,885
Portugalia		0,549	0,622	0,592	0,754	0,833	0,838	0,841	0,811	0,822
Medie grup de referință		0,470	0,579	0,556	0,632	0,682	0,753	0,698	0,675	0,707

Figura nr. 14 – Dezvoltare sectorului financiar în țările ECE și în țările de referință

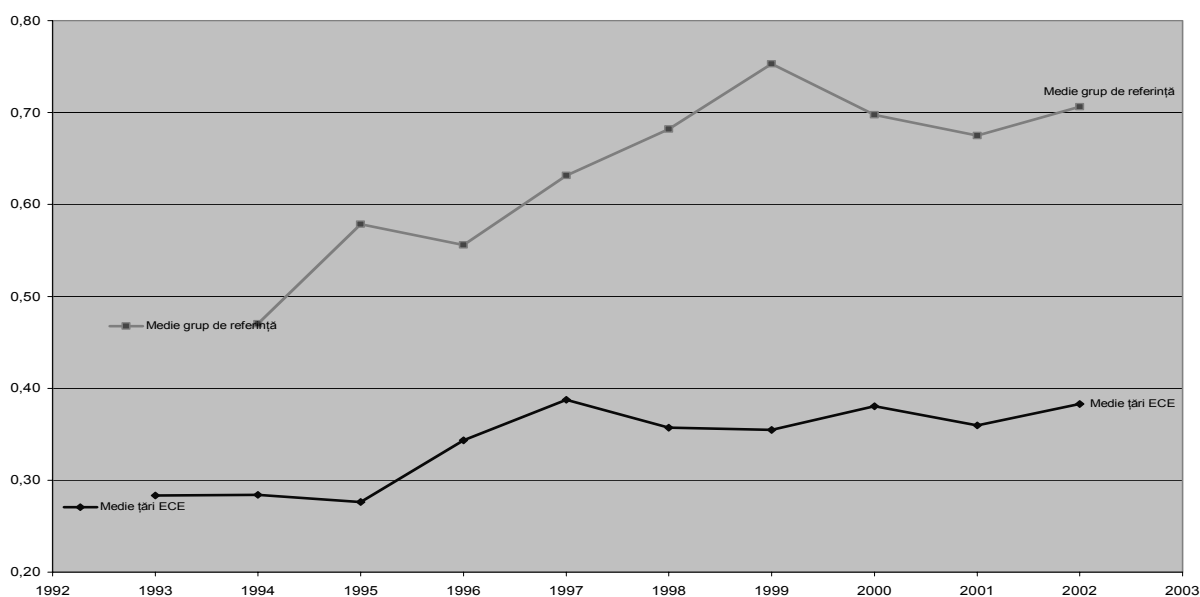
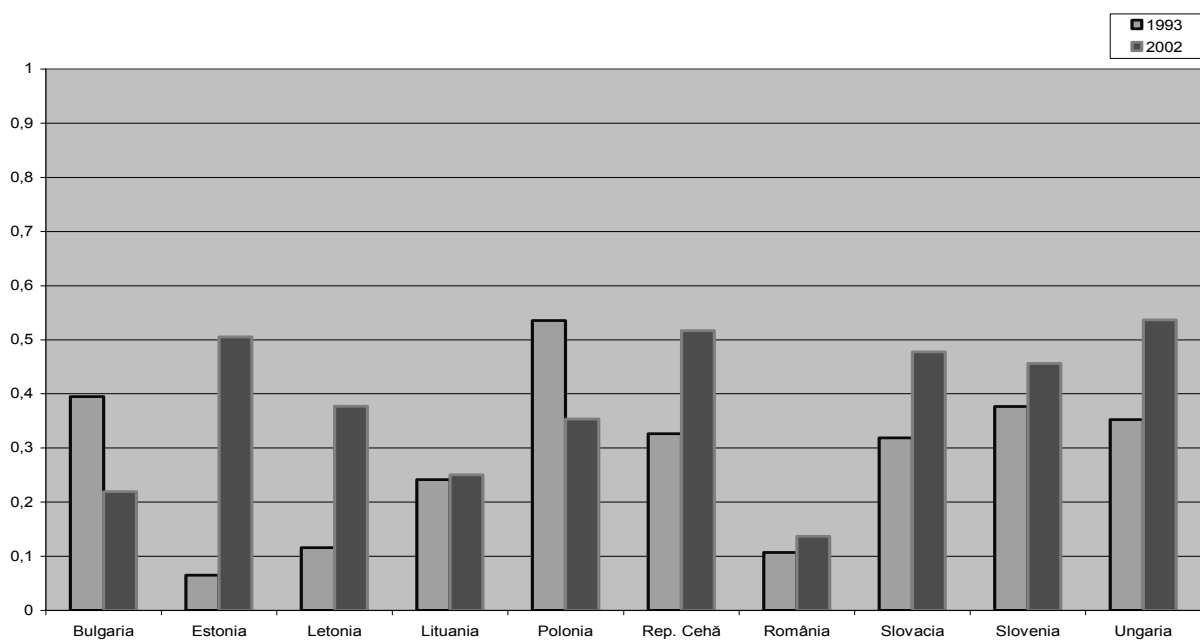


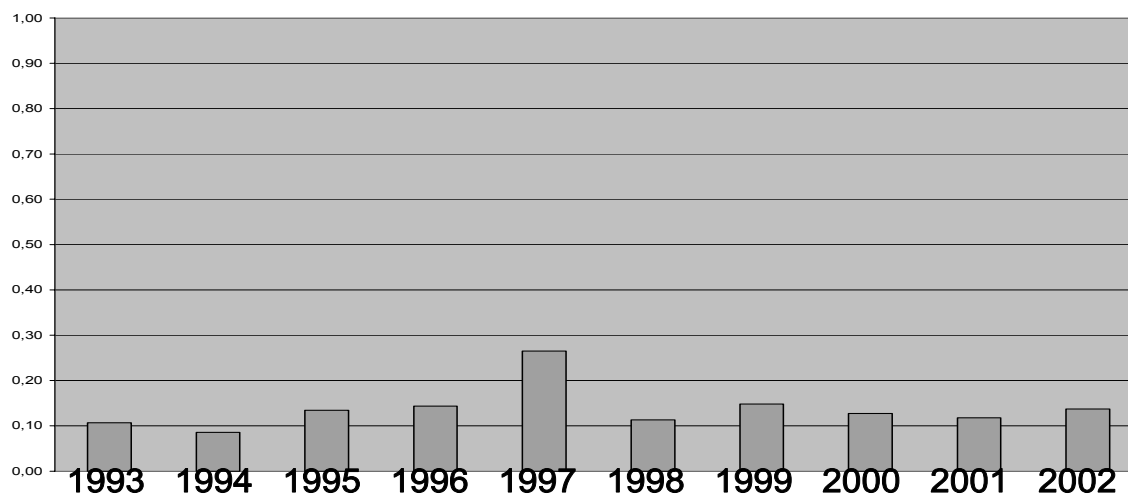
Figura nr. 15 – Evoluția indicatorului de dezvoltare financiară în țările ECE



Se observă că media celor zece țări ECE a crescut de la 28% din nivelul zonei euro, în 1993, la 38%, în 2002.

Estonia prezintă o evoluție extraordinară, reușind să ajungă pe locul trei în 2002, deși a pornit de pe ultimul loc. În 2002, Ungaria s-a aflat pe primul loc în grupul celor zece țări ECE, dezvoltarea sistemului său financiar ajungând la 0,53 (adică 53% din nivelul de dezvoltare a sistemelor financiare din zona euro). Pe locul doi s-a situat Republica Cehă.

Figura nr. 16 – Evoluția indicatorului de dezvoltare financiară în România



Tabelul nr. 35 – Indicatori de dezvoltare financiară în România

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Active bancare / PIB	0,20	0,16	0,18	0,20	0,13	0,15	0,14	0,12	0,13	0,14
Credit total / PIB	0,20	0,17	0,22	0,27	0,17	0,20	0,17	0,13	0,11	0,12
Marja bancară (%)	0,13	0,10	0,28	0,19	0,28	0,18	0,16	0,16	0,18	0,20
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,01	0,02	0,02	0,06	0,15
Rotația pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,06	0,69	0,03	0,26	0,20	0,10	0,08
Indicatorul agregat de dezvoltare financiară	0,11	0,09	0,13	0,14	0,26	0,11	0,15	0,13	0,12	0,14

La celălalt capăt al listei se situează România, cu mult în urma celorlalte țări ECE, cu doar 0,14, în 2002. Problemele cu care s-a confruntat sistemul financiar românesc în 1998 au afectat grav nivelul de dezvoltare al sistemului financiar și, după cum se poate vedea din analiza celor cinci indicatori de dezvoltare, în următorii patru ani (1999-2002), nu s-a observat nici o ameliorare.

Din punct de vedere a dinamicii, se remarcă o ameliorare a indicatorilor de dezvoltare a sectorului financiar, în perioada 1993-2002, în toate țările ECE, cu excepția Bulgariei și a Poloniei. Pentru Bulgaria, indicatorul agregat de dezvoltare financiară avea valoarea 0,39 în 1993 și respectiv 0,22 în 2002. Criza sistemului bancar bulgar a avut consecințe deosebit de grave; într-un singur an, valoarea indicatorului agregat de dezvoltare financiară s-a redus de la 0,35 (în 1996) la 0,10 (în 1997), pe fondul deteriorării indicatorilor referitori la sistemul bancar (deoarece cei referitori la piața financiară aveau

valori foarte apropiate de 0 și înainte de 1997). În Polonia nivelul de dezvoltare a sectorului financiar s-a menținut relativ constant până în anul 2000, ulterior înregistrându-se o înrăutățire a situației.

În România, în 2003, situația s-a ameliorat din punct de vedere al dezvoltării sectorului financiar, în special datorită creșterii creditului bancar, dar și ca urmare a creșterii ponderii activelor bancare în PIB și a capitalizării bursiere. Cu toate acestea, valoarea indicatorului agregat de dezvoltare financiară se situează în continuare sub 0,2, nivel mult mai scăzut decât în celelalte țări ECE.

Categoria de indicatori de dezvoltare financiară este singura pentru care benchmark-ul utilizat a fost nivelul indicatorilor din zona euro pentru absolut toți indicatorii individuali incluși în această categorie. Este în același timp categoria de indicatori pentru care se înregistrează cele mai mari diferențe între țările ECE și țările din grupul de referință.

5.2.3. Gradul de vulnerabilitate financiară

Din punct de vedere a *vulnerabilității financiare*, se remarcă o evoluție foarte bună a țărilor ECE: acestea au pornit în anul 1993 de la o situație mult mai dificilă decât țările de referință, dar au reușit până în 2002 să elimine complet decalajul față de acestea. În toate țările ECE, fără excepție, vulnerabilitatea financiară s-a redus, media celor zece țări crescând de la 0,61 în 1993 la 0,80 în 2002. Estonia, Slovacia, Slovenia, Polonia și România au obținut punctaje de peste 0,80 în 2002. Vulnerabilitatea sistemului financiar românesc s-a redus puternic în 1999 (după criza financiară din 1998), prin măsurile ferme adoptate de autoritățile române (valoarea indicatorului de vulnerabilitate financiară s-a ameliorat, crescând de la 0,62 în 1999 la 0,80 în anul următor).

Estonia prezintă aceeași evoluție remarcabilă ca și în termeni de dezvoltare, ajungând la sfârșitul anului 2002 în fruntea clasamentului țărilor ECE, cu un punctaj de 0,86.

La sfârșitul anului 2002, dintre țările analizate, cea mai mare vulnerabilitate financiară o prezenta Grecia (în urma evoluției negative înregistrate în anul respectiv). Diferențele dintre țările ECE erau foarte reduse, acestea prezentând un grad de vulnerabilitate financiară comparabilă. Dintre țările ECE, cea mai ridicată vulnerabilitate financiară o prezenta Bulgaria.

Tabelul nr. 36 – Indicatorul agregat de vulnerabilitate financiară

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaria	0,687	0,629	0,657	0,645	0,588	0,634	0,769	0,609	0,725	0,760
Estonia	0,638	0,734	0,728	0,735	0,791	0,835	0,888	0,863	0,828	0,858
Letonia	0,509	0,596	0,492	0,659	0,605	0,634	0,648	0,834	0,823	0,783
Lituania	0,599	0,633	0,592	0,645	0,703	0,771	0,804	0,814	0,831	0,774
Polonia	0,629	0,639	0,614	0,657	0,723	0,756	0,708	0,715	0,752	0,763
Rep. cehă	0,627	0,721	0,751	0,740	0,753	0,743	0,790	0,804	0,811	0,796
România	0,606	0,638	0,662	0,680	0,625	0,662	0,619	0,799	0,804	0,801
Slovacia	0,595	0,630	0,648	0,673	0,642	0,684	0,663	0,733	0,723	0,807
Slovenia	0,649	0,646	0,698	0,760	0,769	0,770	0,664	0,777	0,709	0,818
Ungaria	0,556	0,680	0,726	0,709	0,768	0,760	0,773	0,804	0,793	0,809
Medie țări ECE	0,610	0,655	0,657	0,690	0,697	0,725	0,733	0,775	0,780	0,797
Grecia		0,858	0,809	0,780	0,689	0,719	0,837	0,857	0,795	0,750
Irlanda		0,697	0,842	0,752	0,755	0,908	0,640	0,697	0,729	0,836
Portugalia		0,811	0,844	0,889	0,899	0,792	0,733	0,863	0,852	0,833
Medie grup de referință		0,789	0,832	0,807	0,781	0,807	0,737	0,806	0,792	0,806

Figura nr.17 – Vulnerabilitatea financiară în țările ECE și în țările de referință

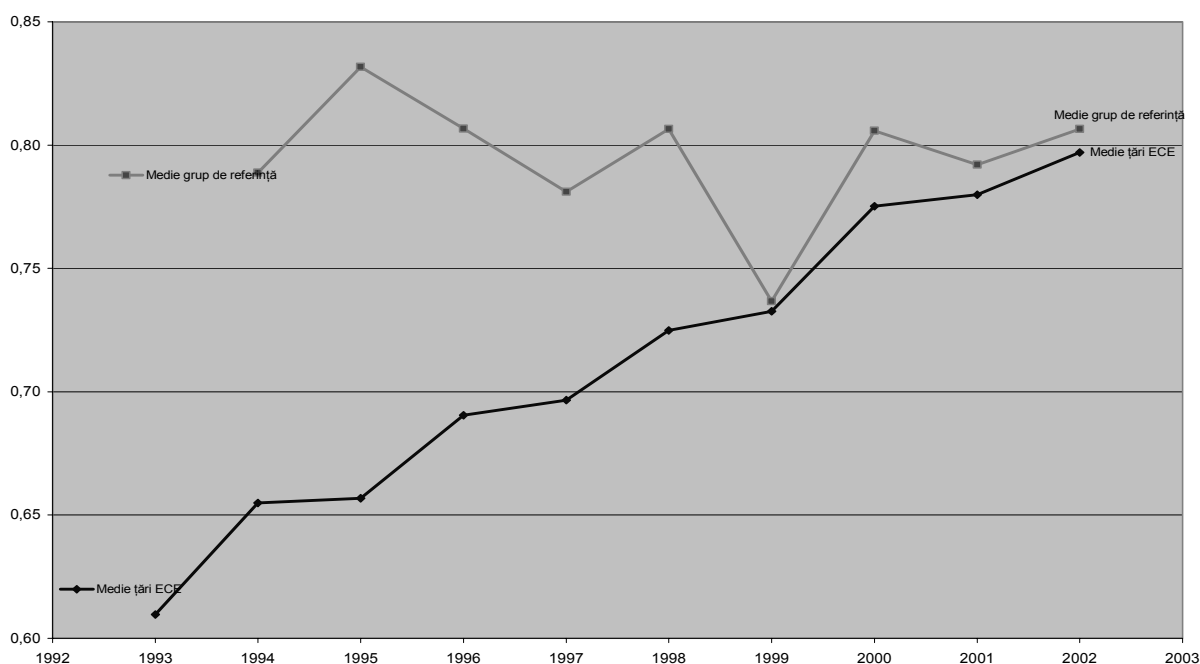
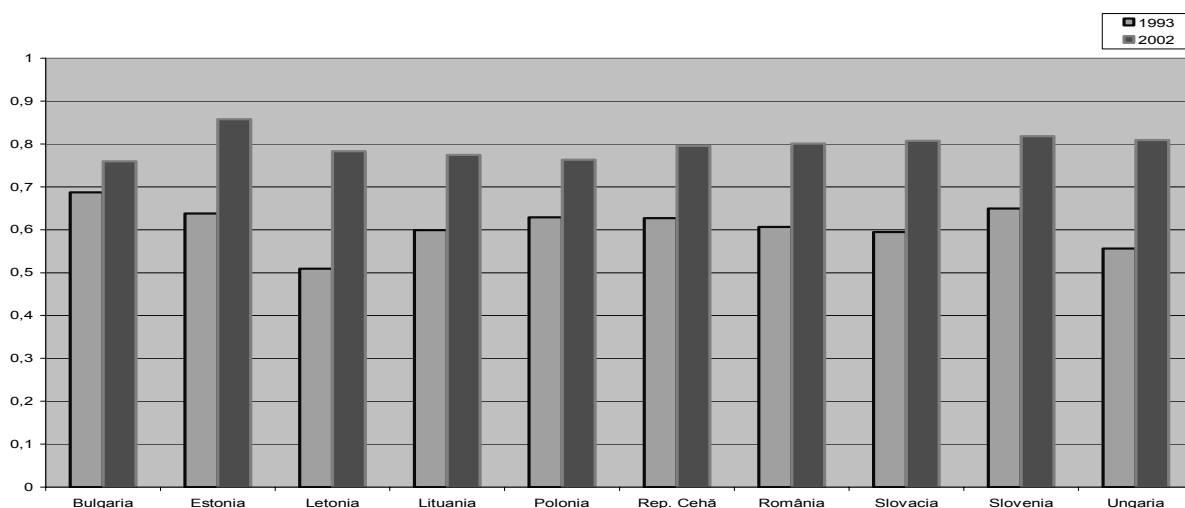


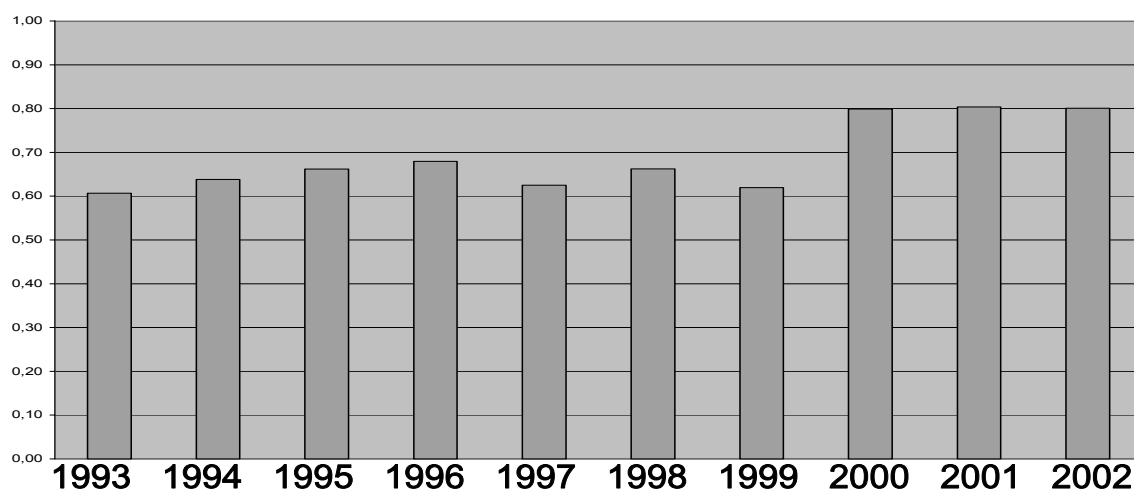
Figura nr. 18 – Evoluția indicatorului de vulnerabilitate financiară în țările ECE



Cu excepția Estoniei și Republicii Cehe, ponderea creditului neguvernamental în totalul creditelor bancare este mai redus în țările ECE decât în zona euro. Însă, în toate țările ECE, băncile sunt bine capitalizate, iar ponderea activelor bancare deținute de băncile de stat s-a redus ca urmare a procesului de privatizare. Ca urmare, acești trei indicatori au valori foarte ridicate pentru toate țările ECE.

Pe de altă parte, situația țărilor ECE este critică din punct de vedere al activelor nete în valută: în zona euro, acestea reprezintă doar 1,22% din activele bancare, în timp ce în țările ECE, aceste valori sunt mult mai mari, astfel că indicatorul normalizat referitor la active nete în valută nu depășește 0,15 pentru nici una din aceste țări (situația nefiind foarte diferită pentru țările din grupul de referință).

Figura nr. 19 – Evoluția indicatorului de vulnerabilitate financiară în România



În cazul României, alte aspecte critice se referă la rata inflației (cu mult mai mare decât în zona euro și în celelalte țări analizate), iar în ultimii ani (în special în 2003) și la expansiunea rapidă a creditului neguvernamental. Dacă se exclude rata inflației din rândul indicatorilor de vulnerabilitate financiară, pentru anul 2002, indicatorul de vulnerabilitate financiară pentru România crește de la 0,80 la 0,87.

Tabelul nr. 37 – Indicatori de vulnerabilitate financiară în România

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Credit neguvernamental / Credit total	0,77	0,86	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	1,00	1,00	1,00	0,82	0,68	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Credite neperformante (%)	n.a.	0,27	0,13	0,10	0,09	0,09	0,14	1,00	1,00	1,00
Capital propriu / Active bancare (%)	0,87	0,74	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,19	0,10	0,29	1,00	0,06	0,09	0,04	0,03	0,02	0,02
Active bănci publice / active bancare (%)	n.a.	0,39	0,31	0,38	0,40	0,49	0,99	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite / M2 (%)	1,00	1,00	0,98	1,00	1,00	1,00	0,94	0,89	1,00	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental / expansiunea PIB	1,00	1,00	0,85	0,91	1,00	0,90	1,00	1,00	0,92	0,85
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	0,00	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației (%)	0,01	0,02	0,10	0,08	0,02	0,06	0,07	0,07	0,10	0,15
Indicatorul agregat de vulnerabilitate financiară	0,61	0,64	0,66	0,68	0,62	0,66	0,62	0,80	0,80	0,80

5.2.4. Gradul de fragilitate financiară

Cu excepția Bulgariei, fragilitatea financiară s-a redus în toate țările ECE, valoarea medie a indicatorului de fragilitate financiară crescând de la 0,48 la 0,63.

În raport cu țările ECE, țările de referință prezintă în medie o situație mai bună. Astfel, în timp de Portugalia și Irlanda au prezentat o fragilitate financiară mai redusă decât țările ECE pe întreaga perioadă de analiză, Grecia a înregistrat performanțe mai reduse decât media țărilor ECE la sfârșitul anului 2002, deși a pornit de o situație mai favorabilă decât oricare din țările ECE în 1994.

Evoluțiile deosebit de favorabile înregistrate de Estonia, atât în termeni de dezvoltare, cât și de reducere a vulnerabilității financiare, face ca această țară să se situeze pe prima poziție a clasamentului țărilor ECE prin prisma criteriului referitor la fragilitatea financiară (cu un punctaj de 0,71), fiind urmată de Ungaria și Republica Cehă (cu 0,7 și respectiv

0,68). De altfel, aceste trei țări prezentau o fragilitate financiară mult mai redusă decât celelalte țări ECE încă din 1997. Evoluțiile pozitive recent înregistrate de Slovacia și Slovenia în termeni de reducere a fragilității financiare sugerează că, la sfârșitul anului 2002, și aceste țări făceau parte din „grupul fruntaș” al țărilor ECE, având punctaje mai ridicate decât media celor zece țări ECE în 2002. În timp ce Ungaria, Estonia și Republica Cehă se aflau în grupul fruntaș încă din 1997, Slovacia și Slovenia li s-au alăturat mai recent, în 2002.

În urma acestora se situează Letonia și Polonia (cu punctaje sub media țărilor ECE, dar totuși peste 0,6), urmate de Lituania. În timp ce situația Poloniei, la sfârșitul anului 2002, era aproape identică cu cea de la începutul perioadei de analiză, Letonia și Lituania au înregistrat o ameliorare semnificativă a situației.

Tabelul nr. 38 – Indicatorul agregat de fragilitate financiară

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaria	0,570	0,521	0,492	0,528	0,391	0,446	0,526	0,435	0,509	0,544
Estonia	0,409	0,483	0,486	0,550	0,688	0,681	0,695	0,720	0,690	0,717
Letonia	0,352	0,403	0,333	0,454	0,459	0,465	0,471	0,629	0,623	0,621
Lituania	0,456	0,426	0,425	0,465	0,521	0,554	0,567	0,573	0,586	0,565
Polonia	0,592	0,594	0,510	0,556	0,599	0,605	0,599	0,595	0,593	0,600
Rep. cehă	0,507	0,598	0,671	0,676	0,676	0,657	0,703	0,718	0,683	0,684
România	0,407	0,417	0,451	0,465	0,481	0,443	0,431	0,530	0,529	0,535
Slovacia	0,484	0,513	0,551	0,634	0,621	0,600	0,554	0,601	0,621	0,675
Slovenia	0,540	0,547	0,553	0,603	0,593	0,615	0,551	0,626	0,605	0,673
Ungaria	0,475	0,563	0,575	0,584	0,700	0,711	0,719	0,748	0,679	0,700
Medie țări ECE	0,479	0,507	0,505	0,552	0,573	0,578	0,581	0,617	0,612	0,631
Grecia		0,641	0,622	0,611	0,572	0,593	0,698	0,705	0,643	0,615
Irlanda		0,637	0,814	0,739	0,751	0,868	0,757	0,729	0,757	0,855
Portugalia		0,706	0,755	0,770	0,841	0,808	0,775	0,854	0,836	0,829
Medie grup de referință		0,661	0,730	0,707	0,721	0,757	0,743	0,762	0,745	0,767

Figura nr. 20 – Fragilitatea financiară în țările ECE și în țările de referință

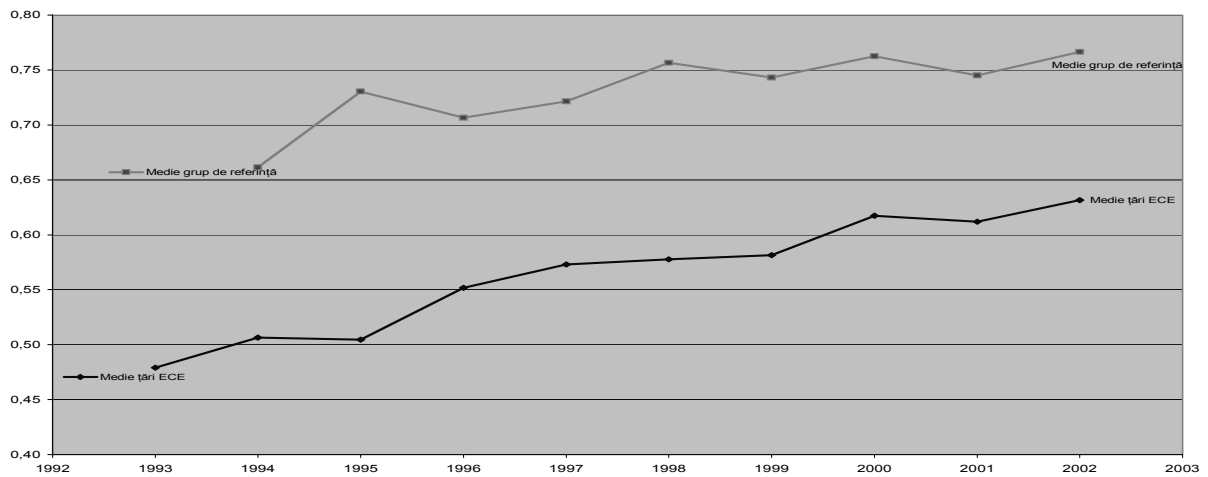


Figura nr. 21 – Evoluția indicatorului de fragilitate financiară în țările ECE

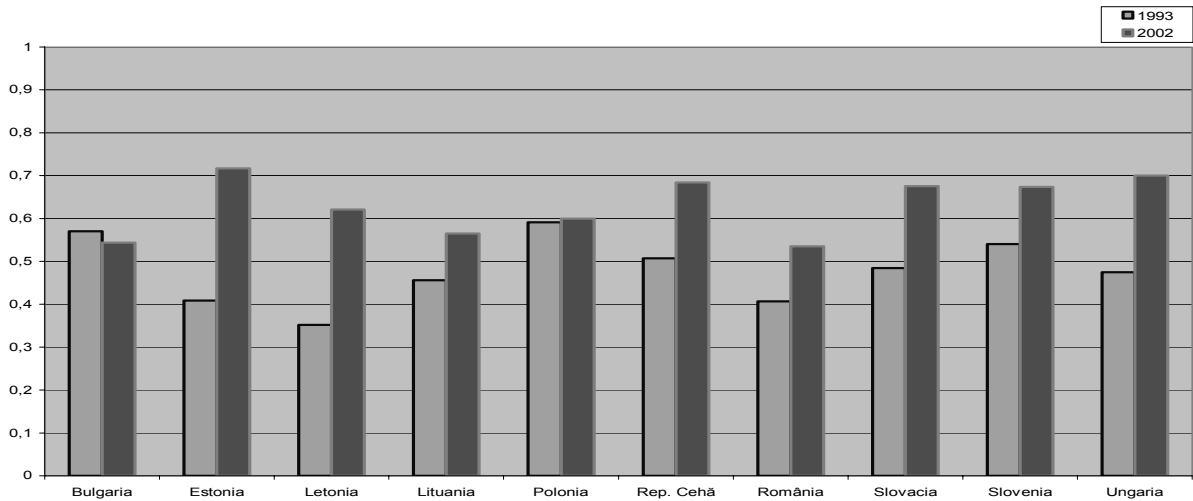
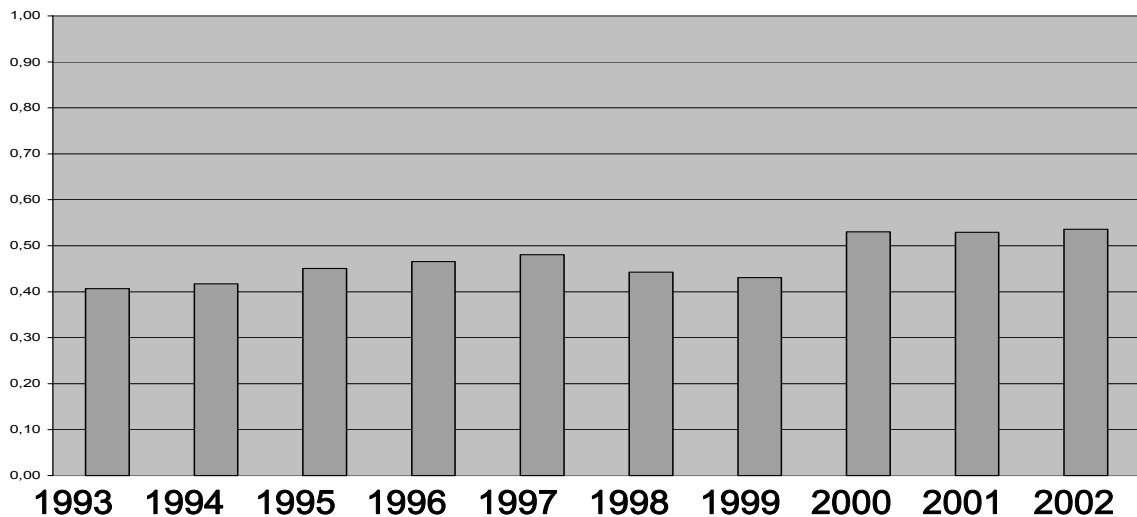


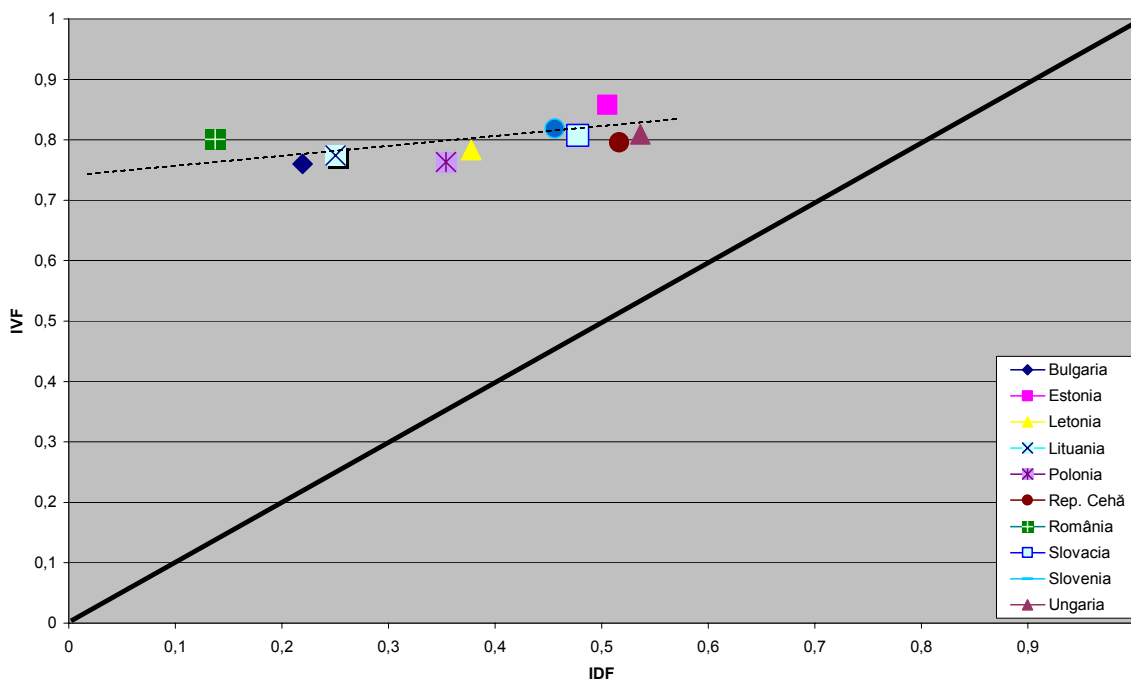
Figura nr. 22 – Evoluția indicatorului de fragilitate financiară în România



Țările ECE în care fragilitatea financiară a fost cea mai ridicată la sfârșitul anului 2002, au fost România și Bulgaria, la această situație contribuind în special subdezvoltarea gravă a sectorului financiar din aceste țări. Totuși, în timp ce Bulgaria a înregistrat o ușoară înrăutățire a situației comparativ cu anul 1993, România a reușit să reducă semnificativ fragilitatea financiară (punctajul a crescut de la 0,4 la 0,535), pe fondul reducerii vulnerabilității financiare.

La sfârșitul anului 2002, situația țărilor ECE era mult mai favorabilă din punct de vedere a vulnerabilității financiare (foarte redusă) decât din punct de vedere a dezvoltării financiare.

Figura nr. 23 – Poziția țărilor ECE în funcție de indicatorii IDF și IVF



În cazul țărilor ECE, dezvoltarea sistemului financiar a fost însoțită de diminuarea vulnerabilității financiare, cu excepția Bulgariei și a Poloniei, unde vulnerabilitatea financiară s-a redus, însă dezvoltarea sistemului financiar a înregistrat o evoluție negativă. În figura următoare este prezentată evoluția indicatorilor de fragilitate financiară, ținându-se cont doar de punctul de pornire (1993) și de punctul final (2002). În realitate, această evoluție a fost departe de a fi liniară, după cum se poate observa în figura nr.25.

Figura nr. 24 – Evoluția indicatorilor de fragilitate financiară în țările ECE

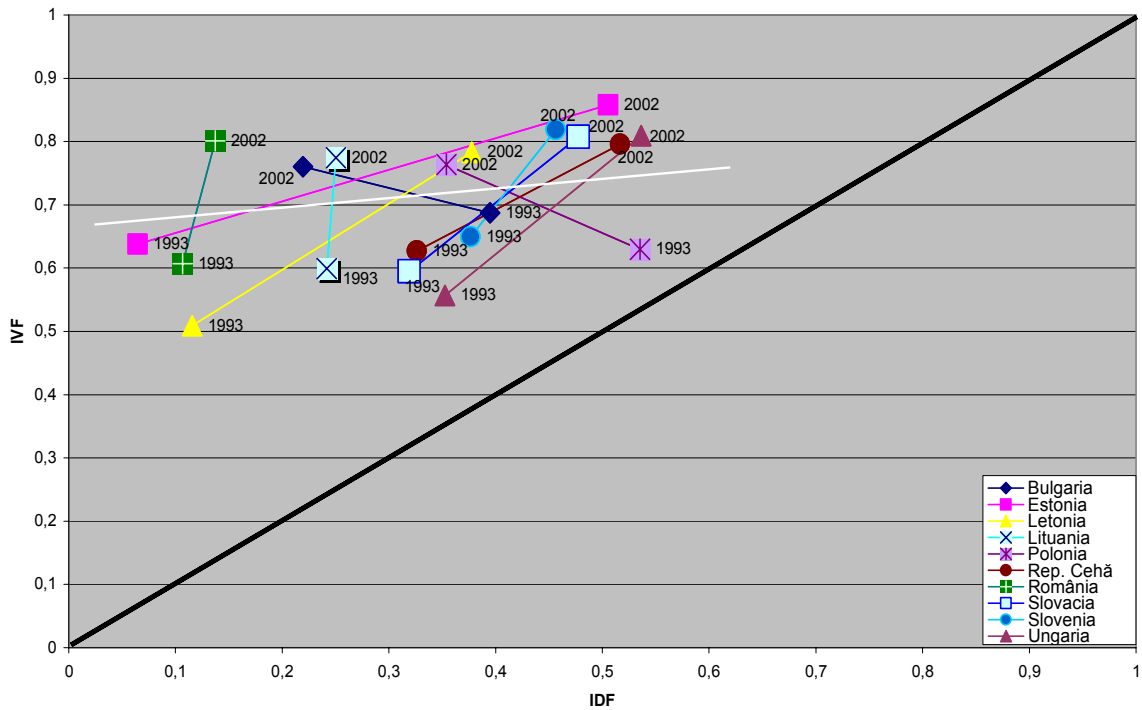
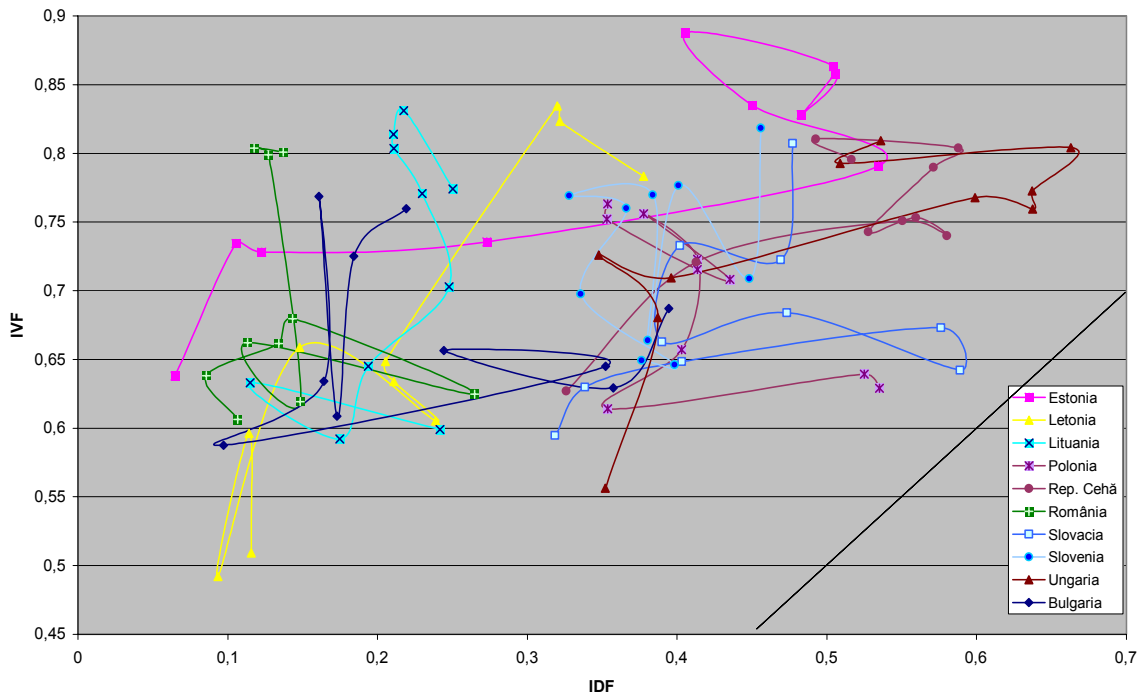


Figura nr. 25 – Evoluția indicatorilor de fragilitate financiară în țările ECE



5.2.5. Sustenabilitatea participării țărilor din Europa Centrală și de Est la Sistemul Monetar European II

În toate țările ECE, evoluția indicatorului agregat de sustenabilitate a participării la SME II a fost pozitivă. În medie, valoarea indicatorului a crescut de la 0,655 în 1993 la 0,776 în 2002.

Tabelul nr. 39 – Indicatorul agregat de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bulgaria	0,443	0,725	0,634	0,526	0,610	0,682	0,752	0,708	0,734	0,748
Estonia	0,704	0,642	0,680	0,696	0,784	0,798	0,796	0,832	0,767	0,732
Letonia	0,676	0,637	0,601	0,685	0,710	0,681	0,670	0,781	0,763	0,778
Lituania	0,645	0,604	0,564	0,614	0,682	0,719	0,640	0,769	0,793	0,776
Polonia	0,716	0,797	0,706	0,778	0,800	0,802	0,752	0,755	0,743	0,752
Rep. cehă	0,753	0,799	0,822	0,786	0,762	0,782	0,851	0,856	0,815	0,812
România	0,658	0,635	0,655	0,660	0,631	0,626	0,703	0,741	0,726	0,768
Slovacia	0,578	0,714	0,756	0,764	0,726	0,705	0,757	0,800	0,762	0,773
Slovenia	0,770	0,737	0,771	0,801	0,796	0,808	0,675	0,813	0,802	0,825
Ungaria	0,605	0,672	0,735	0,752	0,790	0,803	0,833	0,842	0,806	0,802
Medie țări ECE	0,655	0,696	0,693	0,706	0,729	0,741	0,743	0,790	0,771	0,776
Grecia		0,820	0,811	0,805	0,716	0,797	0,849	0,788	0,821	0,808
Irlanda		0,819	0,907	0,857	0,819	0,934	0,879	0,864	0,878	0,920
Portugalia		0,758	0,827	0,885	0,886	0,868	0,814	0,863	0,858	0,870
Medie grup de referință		0,799	0,848	0,849	0,807	0,866	0,847	0,838	0,853	0,866

La sfârșitul anului 2002, diferențele dintre țările ECE erau reduse, indicatorul agregat de sustenabilitate luând valori între 0,825 (Slovenia) și 0,73 (Estonia). În cazul României, valoarea indicatorului agregat de sustenabilitate se situează puțin sub media țărilor ECE, dar indică o sustenabilitate a participării la SME II mai bună decât pentru Polonia, Bulgaria și Estonia. Urmare a creșterii vulnerabilității externe, participarea Estoniei la SME II pare cea mai puțin sustenabilă dintre țările analizate. Cu toate acestea, Estonia participă la SME II din iunie 2004, la fel ca și Slovenia și Lituania (0,776).

Cum Grecia a participat la SME II în perioada 1999 – 2000, perioadă în care indicatorul de sustenabilitate a acestei țări avea valori cuprinse între 0,79 și 0,82, fără să fi avut probleme serioase, este de presupus că și pentru țările ECE participarea la SME II este sustenabilă. Participarea Greciei la SME II părea la sfârșitul anului 2002 mai puțin sustenabilă decât participarea Sloveniei și a Republicii Cehe.

Prin prisma analizei prezentate în acest capitol, temerile exprimate în legătură cu riscurile asociate participării țărilor ECE la SME II par exagerate.

Figura nr. 26 – Sustenabilitatea participării la SME II pentru țările ECE și țările de referință

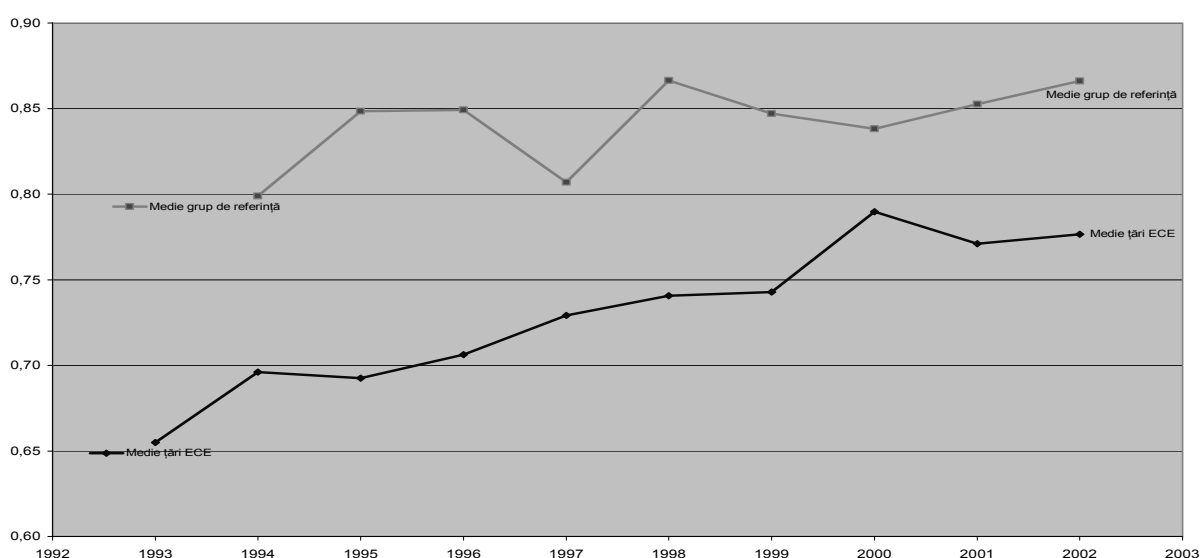
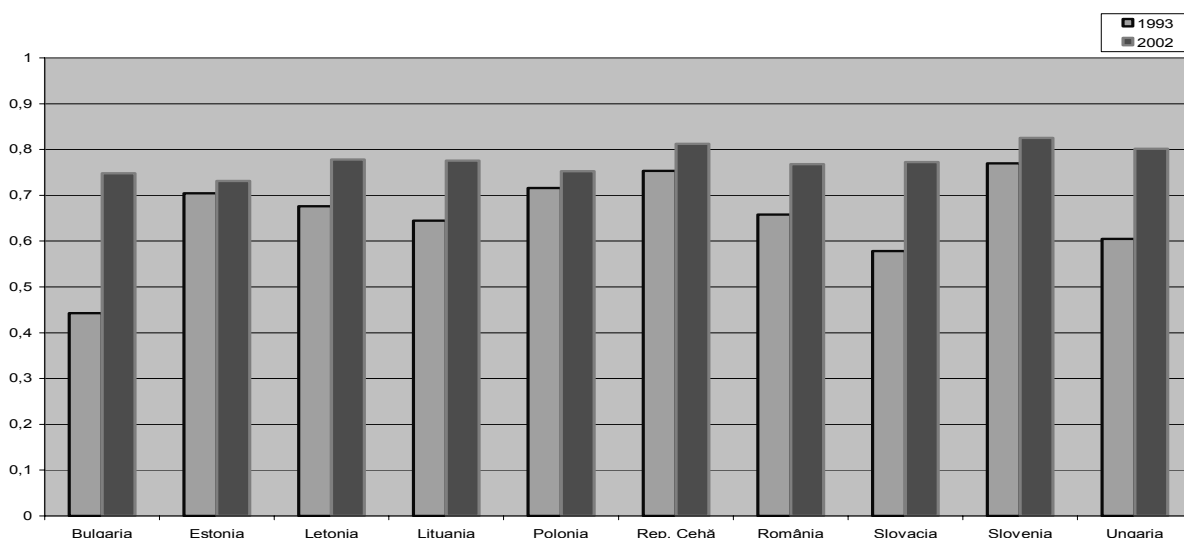


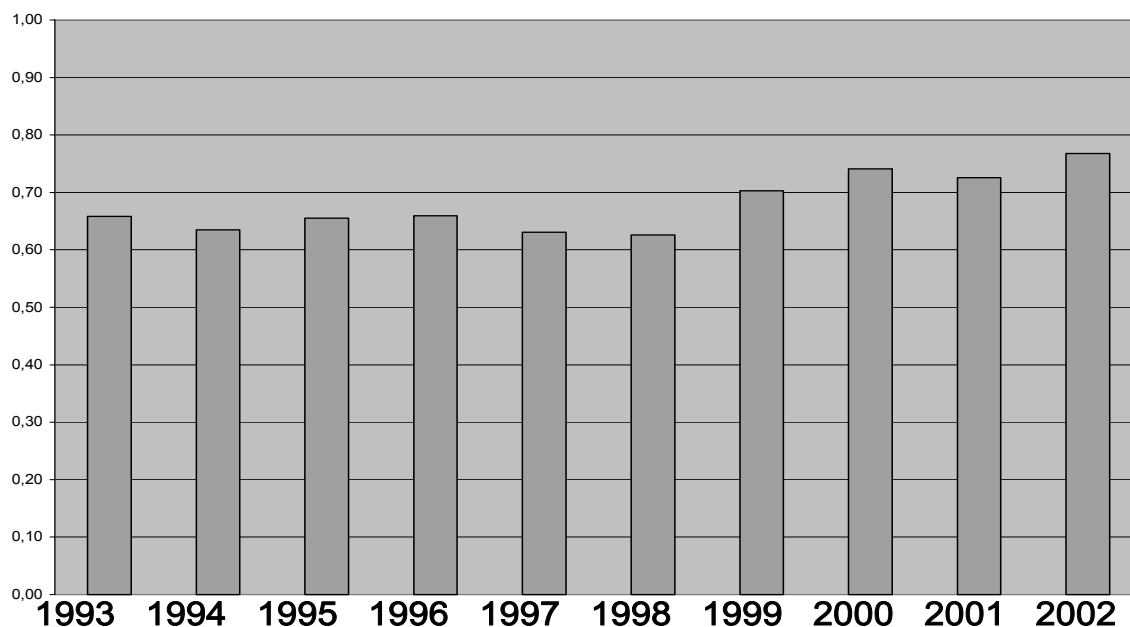
Figura nr. 27 – Evoluția indicatorului sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II



Analiza setului propus de indicatori arată că, în toate cele țări ECE analizate, sustenabilitatea s-a ameliorat în perioada 1993-2002. Estonia prezintă o îmbunătățire remarcabilă în termeni de dezvoltare și soliditate financiară, implicarea Finlandei în sistemul financiar estonian jucând cel mai probabil un rol important în acest sens. România și Bulgaria nu se situează în urma țărilor care au devenit membre ale UE în 2004 decât din punct de vedere al dezvoltării sectorului financiar, urmare a crizelor cu care s-au confruntat sistemele bancare din cele două țări. Se remarcă însă că, din punct de vedere al sustenabilității participării la SME II, ambele țări au o situație mai bună decât cea a Estoniei, țară care participă deja la SME II, România având o situație mai bună și decât cea a Poloniei¹⁶¹.

Dacă ne raportăm la limita de 0,8 ca limită minimă la care se poate considera că riscul apariției crizelor valutare și financiare este nesemnificativ, la sfârșitul anului 2002 trei țări ECE se situau deasupra acestei limite: Slovenia, Ungaria și Republica Cehă.

Figura nr. 28 – Evoluția indicatorului sustenabilitate a participării României la SME II



¹⁶¹ Este adevărat că aceste rezultate sunt influențate de ponderile acordate celor trei categorii de indicatorii, indicatorii de dezvoltare financiară având o pondere de 0,2, comparativ cu ponderea indicatorilor de vulnerabilitate externă, de 0,5. Deși avem convingerea că diferențele dintre ponderile acestor categorii de indicatori sunt justificate, trebuie precizat că modificarea acestora poate evidenția o imagine puțin diferită a clasamentului țărilor ECE.

România era la sfârșitul anului 2002 țara cu cea mai mare fragilitate financiară și cea mai redusă vulnerabilitate externă dintre toate țările ECE. Analizând mai detaliat cauzele fragilității sectorului financiar românesc, se poate observa că acestea țin aproape exclusiv de subdezvoltarea acestuia comparativ cu UE, dar și comparativ cu celelalte țări ECE.

Măsurile luate în 1999 au permis reducerea drastică a vulnerabilității financiare, din acest punct de vedere situația țării noastre fiind bună în raport cu celelalte țări analizate. Evoluțiile recente au determinat o ușoară creștere a vulnerabilității externe și financiare (pe fondul creșterii deficitului contului curent și a expansiunii accelerate a creditului neguvernamental). Pe de altă parte, expansiunea creditului a contribuit la ameliorarea indicatorilor de dezvoltare financiară.

Dacă, în continuare, se vor lua măsuri de prevenire a creșterii vulnerabilității externe și financiare, stimulându-se în același timp dezvoltarea sectorului financiar, cel mai probabil participarea României la SME II nu va fi însoțită de riscuri majore, deoarece probabilitatea de apariție a unor crize valutare au financiare este foarte redusă.

5.3. CONCLUZII PRIVIND SUSTENABILITATEA PARTICIPĂRII ȚĂRILOR DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST LA SISTEMUL MONETAR EUROPEAN II

Vulnerabilitatea externă a țărilor ECE este destul de redusă – în anul 2000 era chiar mult mai redusă decât cea a țărilor din grupul de referință (Grecia, Irlanda și Portugalia), însă a cunoscut o tendință de creștere după acest an. Cu toate acestea, la sfârșitul anului 2002 doar pentru Estonia valoarea indicatorului agregat de vulnerabilitate externă se situa sub limita de 0,8, ceea ce ne permite să afirmăm ca probabilitatea de apariție a unei crize valutare în țările ECE este extrem de redusă.

Așa cum se arată și în alte studii, sistemele financiare din țările ECE candidate sunt subdezvoltate comparativ cu cele din UE (și din zona euro). Totuși, investigațiile prezentate în acest capitol arată că sistemele financiare din țările ECE nu sunt foarte vulnerabile (începând cu anul 2000 acestea nu erau mai vulnerabile decât cele ale unor țări care sunt deja în zona euro, precum Grecia, Irlanda sau chiar Portugalia). Dimpotrivă, soliditatea lor

este bună și în creștere, iar acest fapt reduce puternic riscurile de apariție a unor crize financiare în regiune. Dezvoltarea sistemelor financiare din țările ECE candidate este lentă, din cauză că această este îndeaproape supravegheată și se fac eforturi importante în sensul menținerii stabilității financiare. Reglementările prudențiale din țările ECE sunt cel puțin la fel de stricte ca și cele din UE, iar rezultatele sunt pe măsura așteptărilor: analiza prezentată în acest capitol arată că indicatorii referitori la sistemele bancare indică o vulnerabilitate foarte scăzută.

Deși există un decalaj important în termeni de dezvoltare între sistemele financiare din țările ECE candidate și cele din zona euro, la sfârșitul anului 2002 sistemele financiare din unele țări ECE erau deja suficient de robuste încât să se poată considera că participarea lor la SME II (și ulterior la UEM) nu va fi însoțită de crize financiare.

Indicatorii utilizați în analiza nivelului de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II pot fi, desigur, îmbunătățiți, iar în continuare sunt menționate doar câteva direcții posibile de ameliorare a rezultatelor. Este greu de selectat anumiți indicatori, și este greu de decis care este numărul optim de indicatori utilizați. Pentru vulnerabilitatea externă, au fost utilizați cinci indicatori, și anume dintre cei mai utilizați în literatura de specialitate. Literatura referitoare la fragilitatea financiară este însă mai puțin abundentă. La rândul său, vulnerabilitatea sectorului financiar este dificil de evaluat. În acest studiu, au fost folosiți zece indicatori, de două ori mai mulți decât pentru evaluarea dezvoltării financiare. Numărul lor ar putea fi redus, reținând indicatorii cei mai relevanți și cei mai puțin controversați. Pe de altă parte, indicatorii de vulnerabilitate utilizați se referă doar la sistemele bancare; ar trebui, deci, găsiți și adăugați și indicatori de evaluare a vulnerabilității piețelor financiare.

Metoda de normalizare poate fi și ea îmbunătățită (este posibil ca ritmul de reducere a indicatorilor individuali normalizați să nu corespundă foarte bine cu ritmul de creștere a riscului asociat înrăutățirii situației indicatorilor respectivi. De asemenea, metoda de agregare poate fi ameliorată.

Datele preluate din statisticile financiare internaționale publicate de FMI au avantajul unui grad înalt de omogenitate, însă prezintă și unele probleme, în condițiile în care metodologia de calcul a unor indicatori s-a modificat în unele țări analizate de mai multe ori în perioada de analiză. Din acest motiv, este posibil ca evoluția unor indicatori să nu fi fost surprinsă cu acuratețe, unele diferențe fiind provocate de aceste schimbări de metodologie.

Totuși, în absența altor lucrări similare, acest studiu oferă un punct de pornire pentru o analiză mai detaliată a sustenabilității participării țărilor ECE la SME II, care să permită identificarea vulnerabilităților din economie și eliminarea lor înainte ca riscul de apariție a unor crize valutare sau financiare să fie semnificativ.

Partea a treia :

**Alegerea cursului
pivot față de euro:
cursul valutar de
echilibru**

VI. ALEGEREA CURSULUI PIVOT ÎN ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST

6.1. STABILIREA CURSULUI PIVOT FAȚĂ DE EURO

În literatura economică există un larg consens privind faptul că în cazul ancorării monedei naționale la o altă monedă (sau la un coș valutar), paritatea la care se realizează ancorarea trebuie să reflecte cât mai fidel cursul de echilibru dintre cele două monede. Practic, în cazul participării țărilor ECE la SME II (și ulterior pentru stabilirea cursului de conversie în euro) determinarea cursului pivot se rezumă la estimarea cursului valutar de echilibru dintre monedele țărilor ECE și euro.

Într-o primă etapă, se va estima cursul valutar real de echilibru (REER – real equilibrium exchange rate) dintre monedele țărilor ECE și euro cu ajutorul metodelor tradiționale – teoria parității puterii de cumpărare și teoria parității ratelor dobânzii. Într-o a doua etapă cursul valutar de echilibru va fi estimat cu ajutorul unui model de tip BEER, aceste modele fiind mai potrivite pentru situația țărilor ECE.

6.1.1. Alegerea variabilei endogene

Deoarece se dorește estimarea cursului de echilibru față de euro, variabila endogenă considerată este cursul de schimb bilateral dintre monedele țărilor ECE și euro. S-a utilizat atât cursul de schimb nominal, cât și cel real. Cursul valutar real (RER – real exchange rate) a fost calculat pe baza diferențialului de inflație dintre țările ECE și zona euro.

O altă posibilitate este utilizarea cursului valutar real efectiv – cursul valutar al țării analizate față de restul lumii; însă, datele privind acest indicator sunt disponibile doar pentru șase din cele zece țări ECE analizate (Bulgaria, Republica Cehă, Slovacia, Ungaria, Polonia și România). Pe de altă parte, în majoritatea studiilor în care se utilizează cursul valutar real efectiv, restul lumii este practic reprezentat de un grup de țări alcătuit din principalii parteneri comerciali ai țării analizate; dacă grupul considerat reunește cel puțin partenerii care reprezintă două treimi din comerțul exterior al țării analizate, acesta este considerat reprezentativ (uneori se utilizează un grup simplu, format din două sau trei țări – de exemplu, Égert utilizează în mai multe studii cursul valutar real al țărilor ECE față de un coș valutar alcătuit din marcă germană/euro și dolar american). În cazul țărilor ECE însă zona euro reprezintă deja aproximativ două treimi din comerțul exterior al acestor țări (sau chiar mai mult). Prin urmare, s-a considerat că, pentru aceste țări, cursul valutar real față de euro aproximează destul de bine cursul valutar real efectiv. Cum dolarul american joacă încă un rol important pentru țările ECE (pus în evidență de structura datoriei lor externe și de importurile de produse petroliere ce dețin o pondere importantă în comerțul acestor țări), în analiză se va ține cont de evoluția acestei monede, prin utilizarea cursului valutar dintre euro și dolar ca indicator suplimentar.

Notând cursul de schimb bilateral nominal cu S , cursul de schimb real a fost calculat astfel:

$$RER = \frac{S \times P^*}{P} \quad (17)$$

unde P^{*162} reprezintă nivelul prețurilor în zona euro, iar P nivelul prețurilor în țările analizate.

Însă, datele despre nivelul prețurilor nu sunt ușor disponibile, și nici ușor comparabile. Cel mai adesea sunt folosiți indici de prețuri, iar dintre aceștia, cel mai frecvent este utilizat indicele prețurilor de consum (IPC). Cu ajutorul acestuia, RER se calculează astfel¹⁶³:

¹⁶² La toți indicatorii utilizați în acest studiu simbolul * se referă la nivelul indicatorului în zona euro.

¹⁶³ Practic, dacă se consideră $P_0 = P_0^* = 100\%$, formulele (17) și (18) sunt echivalente.

$$RER(IPC)'_i = \frac{S_i \times IPC_i^*}{IPC_i} \quad (18)$$

unde IPC_i = indicele prețurilor de consum cumulat pentru perioada cuprinsă între momentul inițial (t_0) și momentul t_i ; pentru perioada de bază s-a considerat $RER(IPC)_0 = S_0$.

Astfel calculat, RER arată dacă a avut loc o apreciere sau o depreciere reală în perioada de analiză, fiind util pentru analiza unei singure țări (se poate foarte ușor compara evoluția cursului valutar real cu cea a cursului valutar nominal); în cazul unui grup de țări însă utilizarea acestui indicator nu este foarte utilă, deoarece aceste cursuri reale, similar cursurilor de schimb nominale, nu sunt comparabile. Pentru a obține indicatori comparabili, care să permită cu ușurință realizarea unor comparații între țările analizate, s-a procedat la normalizarea RER, impunând $RER(IPC)_0 = 100$ pentru toate țările analizate. În acest fel, evoluția cursului valutar real poate fi ușor interpretată, obținându-se direct variația procentuală a cursului. La orice moment t_i , ulterior momentului inițial al analizei, cursul valutar real poate fi calculat cu formula¹⁶⁴:

$$RER(IPC)_i = RER(IPC)_a \times \frac{S_i}{S_a} \times \frac{IPC_i^*}{IPC_i} \quad (19)$$

În mod similar a fost calculat și cursul valutar real în funcție de evoluția prețurilor de producție – $RER(IPP)$ –, acest curs fiind util pentru verificarea teoriei PPC restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile și pentru a confirma prezența efectului Balassa-Samuelson în țările ECE (în literatura de specialitate, se consideră în mod frecvent că prețurile de producție reflectă prețurile bunurilor comercializabile):

$$RER(IPP)_i = RER(IPP)_a \times \frac{S_i}{S_a} \times \frac{IPP_i^*}{IPP_i} \quad (20)$$

unde, în mod similar, a fost impusă restricția $RER(IPP)_0=100$.

În general, a fost utilizat RER calculat în funcție de IPC și, pentru simplificare, s-a notat frecvent $RER(IPC) = RER$ (acolo unde nu este indicat modul de calcul a RER, se va înțelege că acesta a fost calculat în funcție de IPC).

¹⁶⁴ Dacă se impune $RER_0=S_0$, se regăsește formula (18).

6.1.2. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul teoriei parității puterii de cumpărare

Égert (2004) propune ca indicator pentru testarea teoriei *PPC absolute* raportul dintre nivelul indicat de această teorie pentru REER (1) și nivelul prețurilor în țările analizate, exprimat în funcție de nivelul prețurilor din țările partenere. Pentru cele 10 țări analizate, s-a calculat raportul P^*/P , unde P^* este nivelul prețurilor în UEM, iar P este nivelul prețurilor în țările ECE. Convergența reală ar trebui să aibă ca rezultat diminuarea acestui raport (apropierea de valoarea teoretică, 1).

$$\frac{P^*}{P} \rightarrow 1 \quad (21)$$

Dacă nivelul prețurilor în țările ECE este exprimat ca procent din nivelul prețurilor în UEM, atunci raportul devine $1/P\%$, și se va verifica relația:

$$\frac{100\%}{P\%} = \frac{1}{P\%} \rightarrow 1 \quad (22)$$

Pentru verificarea teoriei PPC relative și a teoriei PPC restrânse la sectorul bunurilor comercializabile, s-a analizat evoluția cursului valutar real calculat pe baza prețurilor de consum (RER) și respectiv a prețurilor de producție (RER(IPP)).

Dacă teoria *PPC relativă* se verifică, RER ar trebui să se mențină constant:

$$RER = const \quad (23)$$

Dacă teoria *PPC restrânsă* se verifică, RER(IPP) ar trebui să se mențină constant:

$$RER(IPP) = const \quad (24)$$

6.1.3. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul teoriei parității ratelor dobânzii

Conform *teoriei parității ratelor dobânzii*, diferențialul ratelor dobânzii ar trebui să fie identic cu diferențialul de inflație iar aprecierea/deprecierea nominală a cursului valutar ar trebui să fie egală cu aceste diferențiale, cursul valutar real rămânând constant. În practică, deseori, diferențialul ratelor dobânzii este diferit de diferențialul inflației. Acceptând drept curs valutar nominal de echilibru cursul care respectă paritatea ratelor dobânzii (fiind determinat de diferențialul ratelor dobânzii), se poate determina și evoluția teoretică a cursului valutar real de echilibru, în ipoteza în care teoria parității ratelor dobânzii (neacoperită) s-ar verifica.

Notând S = cursul valutar nominal, RER = cursul valutar real, i = rata nominală a dobânzii, r = diferențialul ratelor reale ale dobânzii, P = nivelul prețurilor, și semnalizând indicatorii din țara parteneră (zona euro) cu *, obținem:

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = i_1 - i^*_1 \quad (25)$$

adică

$$S_1 = S_0 \times (1 + i_1 - i^*_1) \quad (26)$$

Se poate calcula, astfel, cursul valutar nominal teoretic pentru fiecare țară (S'), pornind de la nivelul cursului valutar nominal în 1996, an considerat ca perioadă de bază. În continuare, se poate calcula cursul valutar real teoretic (RER'), utilizând formula :

$$RER' = \frac{S' \times P^*}{P} \quad (27)$$

În final, se normalizează rezultatele, considerându-se cursul valutar real din 1996 $RER_{96} = 100$, pentru toate țările analizate. Se obțin, astfel, rezultate ușor comparabile.

În ultimii ani există un larg consens privind determinanții reali ai cursului valutar de echilibru, motiv pentru care au și fost dezvoltate alte teorii privind cursul valutar de echilibru. Teoria PPC și teoria parității ratelor dobânzii mai sunt încă utilizate ca punct de

pornire pentru analiza cursului valutar de echilibru, datorită în special simplității acestora, însă determinarea cursului valutar de echilibru nu mai poate fi realizată (în mod credibil) fără a include variabile reale ca determinanți ai cursului valutar pe termen lung.

6.1.4. Determinarea cursului valutar de echilibru cu ajutorul unui model econometric

În continuare, a fost determinat cursul valutar de echilibru cu ajutorul unui model de tip BEER. S-a presupus că există variabile reale care au o influență temporară (tranzitorie) asupra cursului de schimb (grupate în vectorul T), dar și variabile care au un efect pe termen mediu și lung asupra evoluției cursului de schimb (grupate în vectorul Z).

Astfel, cursul valutar real (RER) poate fi descris cu ajutorul relației:

$$RER = \beta_1 \times Z + \beta_2 \times T + \varepsilon \quad (28)$$

în timp ce cursul valutar real de echilibru (REER) poate fi estimat prin ecuația:

$$REER = \beta_1 \times Z \quad (29)$$

Concret, s-a testat relația dintre RER și variabilele luate în considerare. A fost testată atât relația dintre evoluția RER în perioada de analiză (1996-2003) și variabilele exogene propuse, cât și relația dintre variația anuală a RER (RERA) și variabilele propuse.

Pentru testarea econometrică a relației dintre variabile, s-a folosit programul Eviews (versiunea 3.1.). Într-o primă etapă, ar fi trebuit testate proprietățile variabilelor utilizate, însă perioada scurtă de analiză pentru care datele sunt disponibile (în contextul utilizării unor date anuale¹⁶⁵) nu au permis efectuarea testelor necesare. Ținând cont, însă, de rezultatele prezentate de alți autori în diferite studii, s-a pornit de la premisa că variabilele

¹⁶⁵ Utilizarea unor date anuale a fost decisă, în primul rând, din cauza disponibilității reduse a datelor; utilizarea unor date cu frecvență mai mare ar fi redus semnificativ numărul variabilelor exogene ce pot fi testate sau ar fi impus aproximarea acestora, printr-un calcul artificial, pornindu-se de la date anuale. Ținând cont de faptul că se dorește surprinderea factorilor determinanți ai RER pe termen mediu și lung, utilizarea datelor anuale este potrivită, însă este supusă problemelor legate de serii temporare foarte scurte.

luate în considerare îndeplinesc condițiile necesare pentru a putea testa existența unei legături între ele¹⁶⁶.

După testarea relației dintre RER și fiecare variabilă exogenă în parte, au fost testate diferite modele utilizate de alți autori în studii anterioare, pentru a vedea dacă acestea își păstrează valabilitatea pentru perioada de analiză (mai recentă) și pentru PANEL-ul utilizat în acest studiu (ansamblul țărilor ECE care vor fi membre ale UE până la sfârșitul acestui deceniu).

Apoi s-a încercat găsirea vectorului Z care explică cel mai bine evoluția cursului valutar real în perioada de analiză.

6.2. STUDIU EMPIRIC

Pentru analiză s-a utilizat un POOL format din cele 10 țări ECE, care au deschis până în prezent negocierile de aderare la UE:

- Bulgaria (Bu),
- Estonia (Es),
- Letonia (Le),
- Lituania (Li),
- Polonia (Po),
- Republica Cehă (Cz),
- România (Ro),
- Slovacia (Sk),
- Slovenia (Sn),
- Ungaria (Hu).

S-au folosit date anuale, pentru perioada 1996-2003; s-au obținut astfel 80 de observații. Datele au fost obținut din Statisticile Financiare Internaționale ale FMI (International Financial Statistics), Revue Elargissement (diferite numere), Banca Austria Creditanstalt (revista Xplicit, diferite numere), fiind completate cu date din surse naționale.

¹⁶⁶ De altfel, în numeroase studii realizate pe baza unui PANEL, ipotezele de staționaritate și cointegrare nu pot fi și nu au fost testate; acestea pot fi testate fie prin aplicarea unor teste specifice pentru PANEL permise de unele programe de econometrie (inclusiv de Eviews, versiunile mai noi), fie prin utilizarea unor date cu frecvență lunară sau trimestrială.

Pentru perioada 1996-2003, FMI publică date despre zona euro, acesta fiind și unul din motivele pentru care perioada de analiză a fost limitată la opt ani (pentru țările ECE erau disponibile date pentru perioada 1993-2003). Un alt motiv al restrângerii perioadei de analiză este legat de faptul că marea majoritate a reformelor structurale au fost realizate în țările ECE înainte de 1996 și, deci, se poate considera că, începând cu anul 1996, nu au mai existat șocuri reale puternice, care să modifice în mod semnificativ relația dintre variabilele considerate (restrângându-se, astfel, sfera de acțiune a „criticii Lucas”)¹⁶⁷.

S-a preferat estimarea de tip in-sample, pentru că aceasta permite luarea în considerare a caracteristicilor specifice grupului de țări care alcătuiesc POOL-ul, iar țările ECE analizate prezintă numeroase trăsături comune, care le diferențiază față de alte țări.

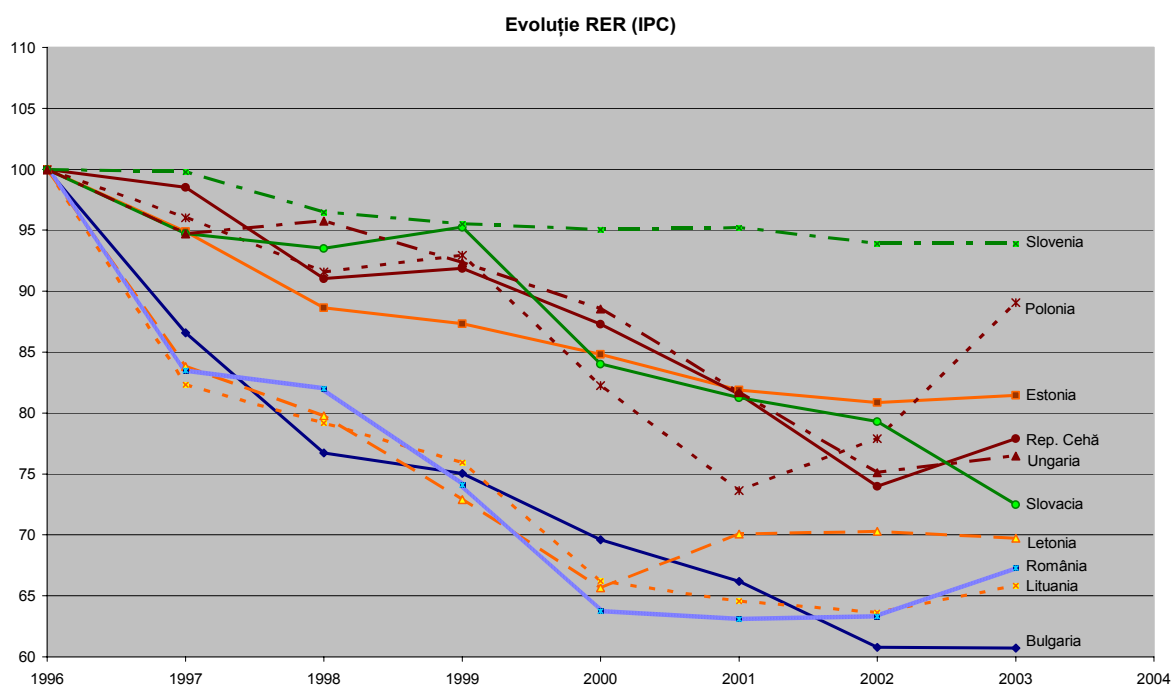
6.2.1. Evoluția cursului valutar real în țările din Europa Centrală și de Est

Analizând evoluția cursului valutar real față de euro în țările ECE, se remarcă o apreciere destul de puternică a monedelor naționale ale acestor țări (deși în ultimii ani s-a manifestat o tendință de stagnare sau chiar de depreciere reală a monedelor naționale ale țărilor ECE, cu excepția Slovaciei). Se remarcă o diferență destul de clară între țările „din primul val” și cele „din al doilea val”, în sensul că în țările care început mai târziu negocierile de aderare (România, Bulgaria, Slovacia, Letonia și Lituania), cursul valutar real s-a apreciat mai puternic (28%-39%) decât în celelalte țări ECE (6%-23%); îndeosebi Slovenia a cunoscut o apreciere foarte modestă a cursului valutar real, detașându-se de celelalte țări analizate. Această constatare poate indica faptul că, odată cu avansarea reformelor structurale și a convergenței reale, ritmul de apreciere a cursului valutar real se încetinește.

Evoluția cursului valutar real (calculat în funcție de diferențialul de inflație exprimat în prețuri de consum) este prezentată în figura nr.29.

¹⁶⁷ Jazbec (2002) arată că, în primii 5 ani de tranziție, evoluția cursului de schimb a fost puternic influențată de condițiile inițiale și de ritmul de implementare a reformelor structurale, în special a privatizării; ulterior, acești factori și-au diminuat mult din importanță, evoluția variabilelor reale din economie câștigând în importanță ca determinant al cursului de schimb.

Figura nr. 29 - Evoluția cursului valutar real față de euro în țările ECE



Cursul valutar real calculat în funcție de diferențialul de inflație exprimat cu ajutorul prețurilor de producție prezintă o evoluție similară, dar mai puțin accentuată (cu excepția Sloveniei, care a înregistrat o depreciere reală a acestui curs. Se remarcă și aici aceeași diferențiere între țările „din primul val” și țările „din al doilea val”.

Figura nr. 30 - Evoluția cursului valutar real față de euro în țările ECE

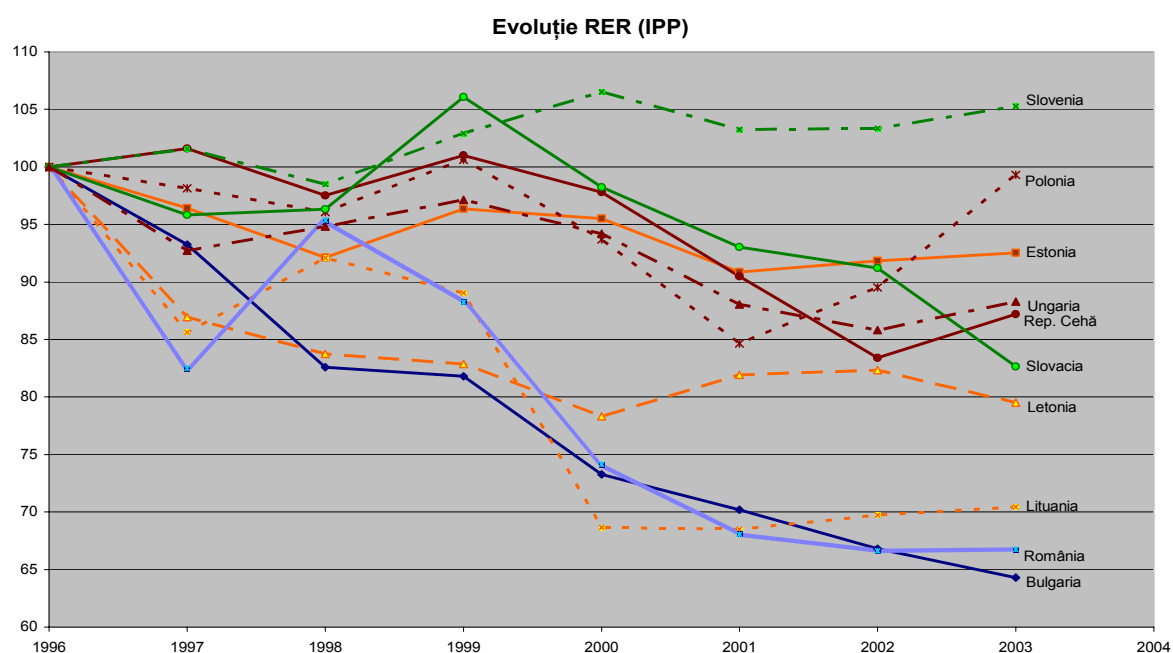
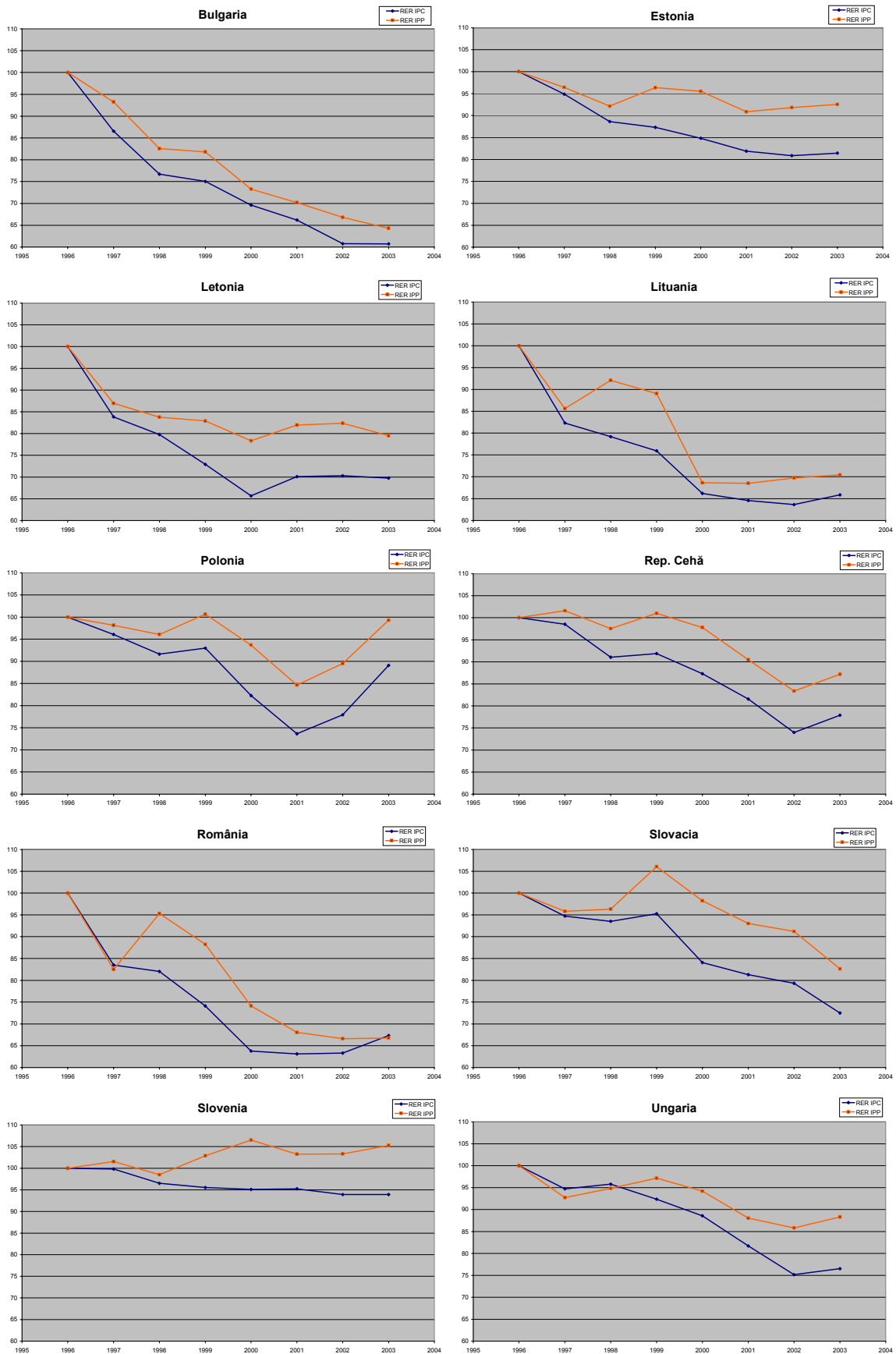


Figura nr. 31 - Evoluția cursului valutar real față de euro în țările ECE



Analizând evoluția cursului valutar real în funcție de evoluția prețurilor de consum – RER(IPC) – și în funcție de evoluția prețurilor de producție – RER(IPP) – se observă aprecierea mai puternică a cursului exprimat în funcție de prețurile de consum, fapt care confirmă prezența efectului Balassa-Samuelson (acesta este mai puțin evident în cazul României).

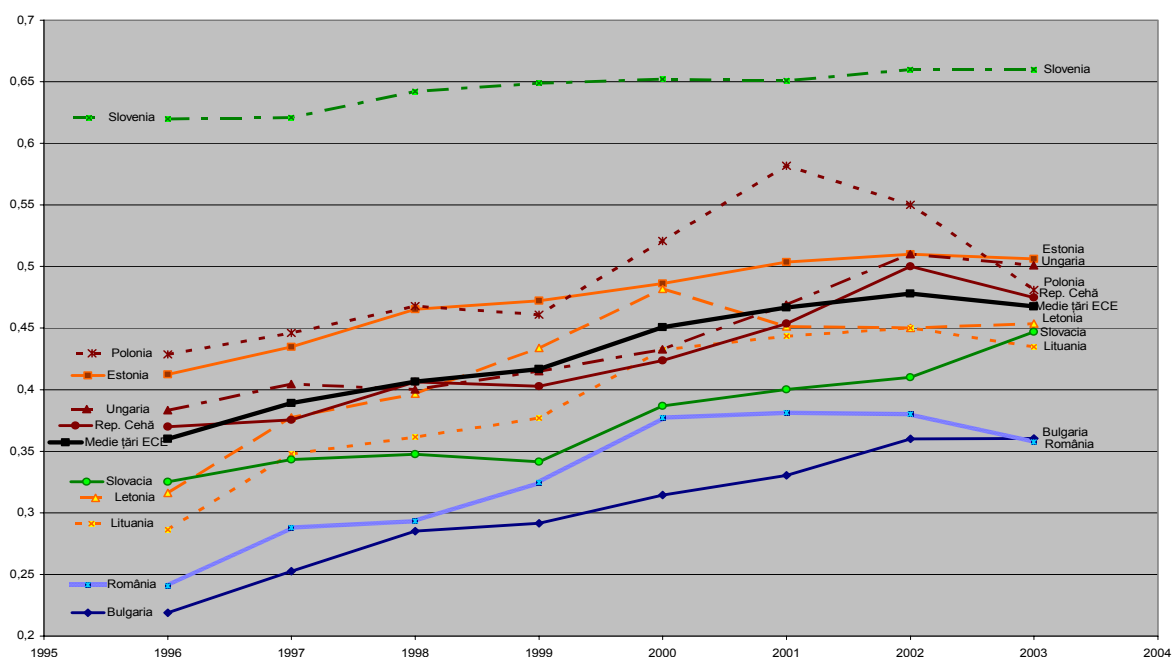
În continuare, s-a verificat dacă această evoluție de apreciere reală a monedelor țărilor ECE este un fenomen de echilibru sau, dacă, dimpotrivă, reprezintă un fenomen de dezechilibru, manifestat prin îndepărtarea cursului valutar real față de nivelul său de echilibru.

6.2.2. Verificarea teoriei parității puterii de cumpărare

Pentru a putea verifica teoria parității puterii de cumpărare, s-a estimat, mai întâi, nivelul prețurilor în țările ECE (relativ la nivelul prețurilor în UE), utilizându-se două metode:

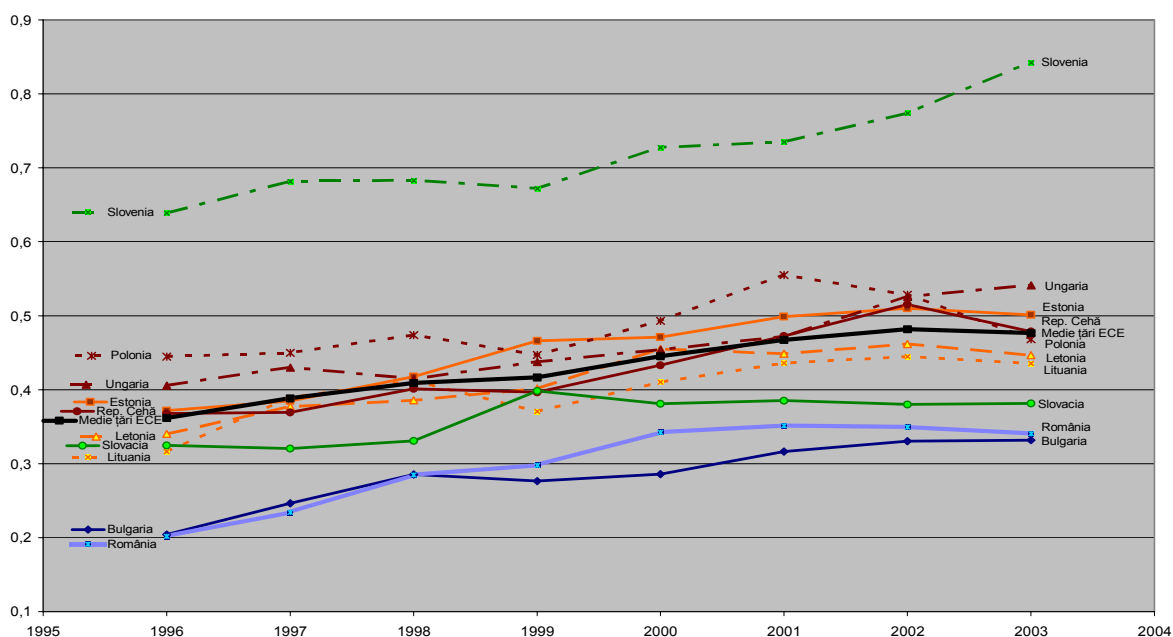
- a. pornind de la un nivel dat al prețurilor (pentru anul 2002), s-a calculat nivelul prețurilor pentru ceilalți ani în funcție de diferențialul de inflație între țările ECE și UEM (sursa datelor: Isărescu, 2004);

Figura nr. 32 – Convergența prețurilor (metoda a.)
(1 = nivelul prețurilor în UEM)



- b. s-a calculat raportul dintre PIB/locuitor exprimat în euro și PIB/locuitor exprimat în PPC (sursa datelor: revista *Elargissement* – www.dree.org).

Figura nr. 33 – Convergența prețurilor (metoda b.)
(1 = nivelul prețurilor în UE)



Se observă, cu ușurință, convergența prețurilor: în medie, nivelul prețurilor în țările ECE a crescut de la 36% din nivelul prețurilor în UE, în 1996, la 47%, în 2003 (rezultatele celor două metode nu prezintă diferențe notabile (doar în cazul Sloveniei a doua metodă indică o convergență mai rapidă a prețurilor către nivelul înregistrat în UE, iar în cazul Slovaciei o convergență mai lentă).

Urmare a convergenței prețurilor, indicatorul $1/P$ s-a redus în medie de la 2,8, în 1996, la 2,1, în 2003. Dacă, în 1996, doar Estonia, Polonia și Slovenia se aflau sub limita de 2,5, în 2003, doar Bulgaria și România se mai situau deasupra acestei limite. Prin urmare, *aprecierea cursului valutar real al țărilor ECE poate fi considerată un fenomen de echilibru, conform teoriei PPC absolute*: cât timp există o convergență a prețurilor, nivelul prețurilor din țările analizate apropiindu-se de nivelul prețurilor din UEM, cursul valutar real trebuie să se aprecieze. Dacă se utilizează cea de-a doua metodă, în anul 2003 și pentru Slovacia raportul $1/P$ era încă superior limitei de 2,5 (valorile mediei țărilor ECE se mențin ca și în cazul primei metode, diferențele fiind foarte reduse, de sub 0,1 între rezultatele obținute cu ajutorul celor două metode).

Figura nr. 34 – Evoluția raportului 1/P (metoda a.)

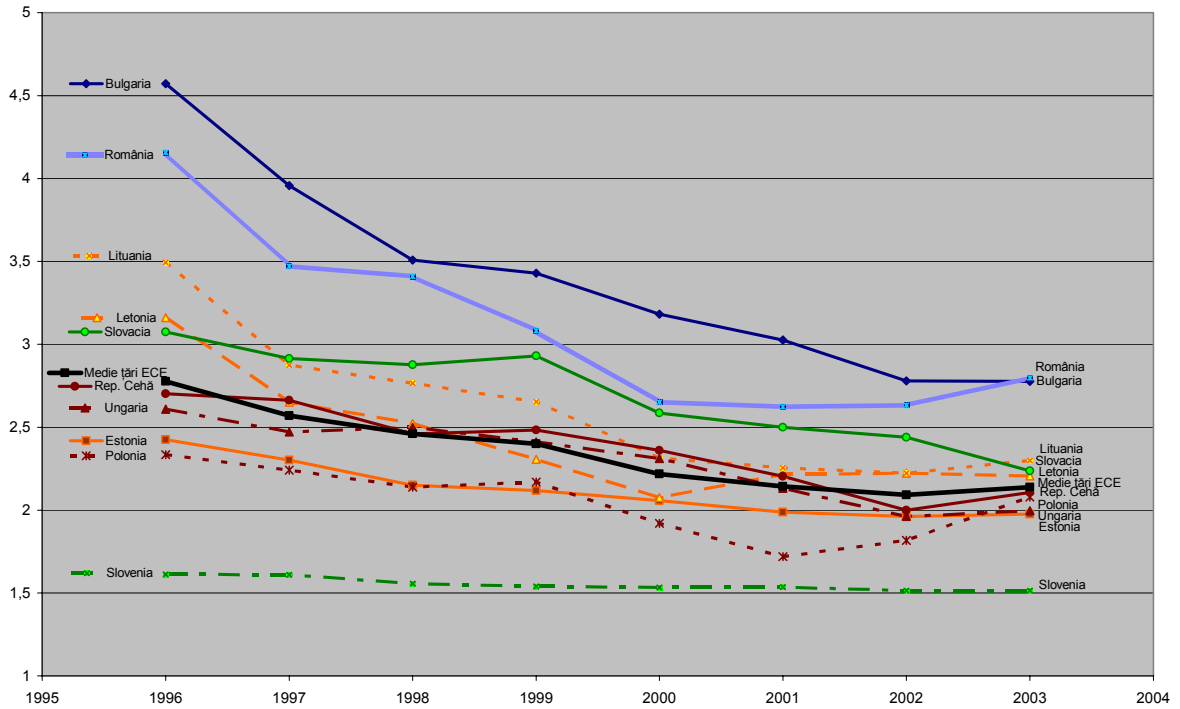
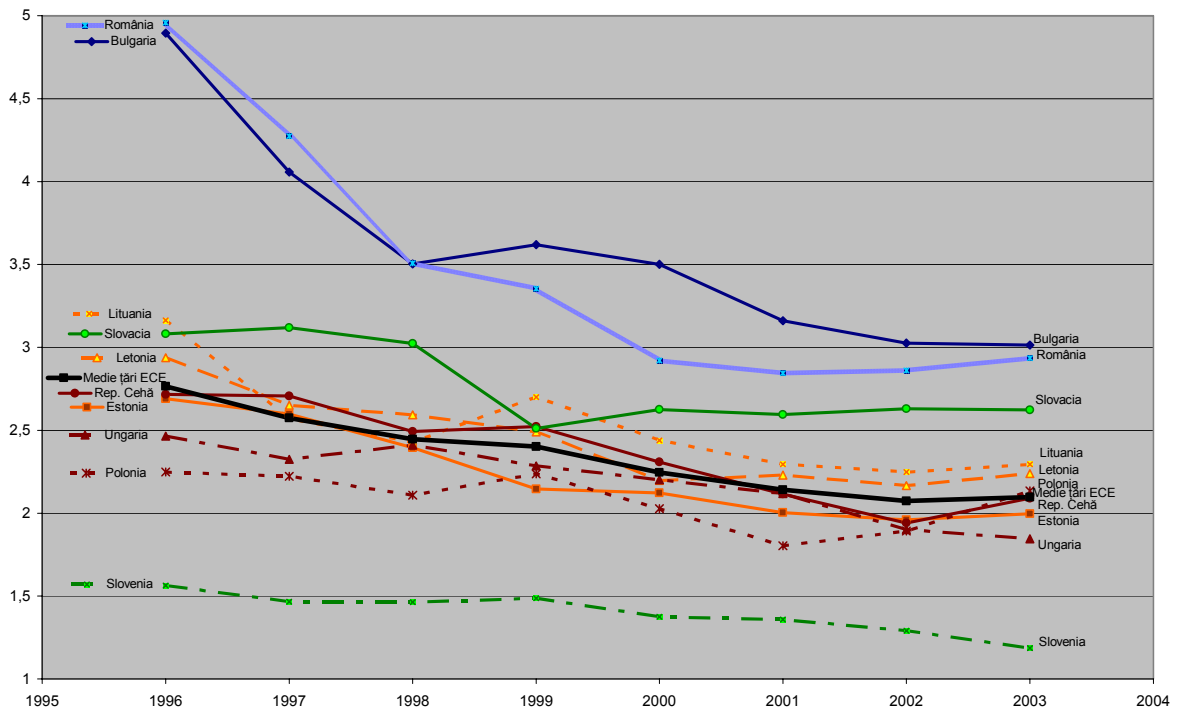


Figura nr. 35 – Evoluția raportului 1/P (metoda b.)



În continuare, s-a preferat utilizarea nivelului relativ al prețurilor obținut cu ajutorul primei metode, deoarece se raportează la nivelul prețurilor din UEM, nu din UE.

După cum se poate ușor observa din evoluția RER, prezentată în subcapitolul anterior, teoria *PPC relativă* nu se verifică în cazul țărilor ECE: monedele acestor țări s-au apreciat continuu, în timp ce, conform teoriei, nivelul RER ar fi trebuit să fie constant. În acest caz, pot exista două explicații: fie evoluția RER în țările ECE a fost negativă, înregistrându-se o îndepărtare permanentă față de nivelul de echilibru, fie teoria PPC relativă nu este potrivită pentru analiza situației țărilor ECE. Ținând cont de faptul că validitatea acestei teorii (chiar și pe termen foarte lung) a fost testată empiric doar pe țări dezvoltate, care prezintă niveluri similare de dezvoltare (a se vedea SUA și țările din Europa Occidentală, eventual Japonia), nu și pentru țări aflate în proces de recuperare a decalajelor ce le despart de alte țări (așa cum este cazul țărilor ECE), și de faptul că numeroase studii anterioare au arătat că aprecierea monedelor țărilor ECE este un fenomen de echilibru (concluzie confirmată și de aplicarea teoriei PPC absolute), este de presupus că a doua explicație este cea corectă.

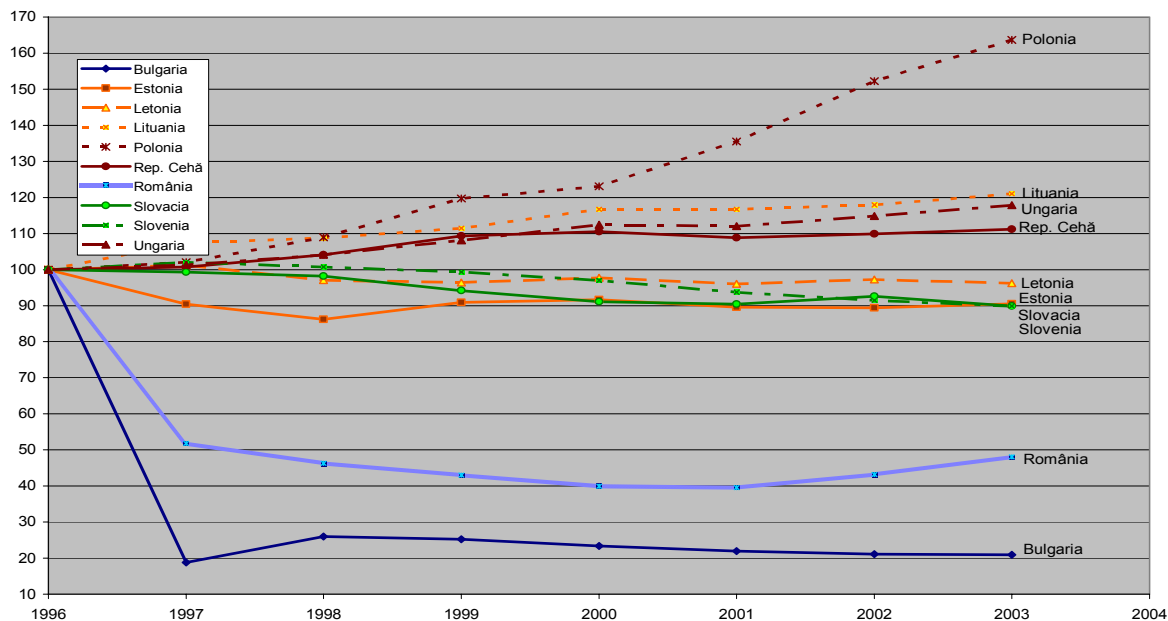
Evoluția RER(IPP) este similară cu cea a RER(IPC), arătând că, în cazul țărilor ECE, efectul Balassa-Samuelson nu este singurul responsabil de aprecierea RER. Altfel spus, nu doar prețurile bunurilor necomercializabile au crescut, ci și în cazul bunurilor comercializabile s-a înregistrat un proces de convergență a prețurilor (chiar dacă mai puțin accentuat). De altfel, și alte studii evidențiază această evoluție a prețurilor în țările ECE (Fischer C., 2002, Égert, diferite studii). Ca urmare nici teoria *PPC restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile* nu se verifică pentru țările ECE.

6.2.3. Verificarea teoriei parității ratelor dobânzii

Evoluția cursului valutar real de echilibru, conform teoriei parității ratelor dobânzii, este prezentată în figura nr.33. Se observă cu ușurință că această evoluție este foarte diferită de cea a cursului valutar real.

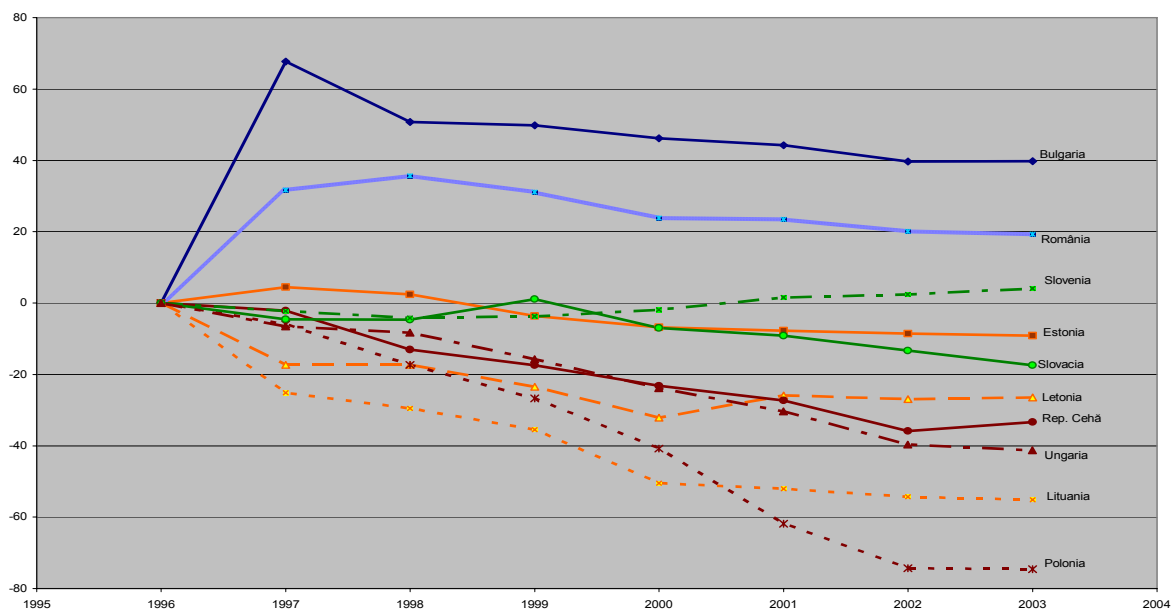
Conform teoriei parității ratelor dobânzii, cursul valutar real ar fi trebuit să se aprecieze mult mai puternic în Bulgaria și în România în perioada de analiză (mai ales în perioada 1996-1997); însă această perioadă a fost caracterizată de rate foarte înalte ale inflației, rata dobânzii fiind utilizată pentru a combate inflația. RER ar fi trebuit să se deprecieze în Republica Cehă, Ungaria, Lituania și mai ales în Polonia. În celelalte țări ECE, teoria parității ratelor dobânzii indică o apreciere ușoară drept evoluție de echilibru.

Figura nr. 36 – Evoluția REER (conform teoriei parității ratelor dobânzii)



Comparând evoluția REER obținut pe baza teoriei parității ratelor dobânzii cu evoluția RER(IPC), se observă deviații foarte importante a cursului valutar real față de nivelul presupus a fi de echilibru (de până la -80%). Cu excepția României, Bulgariei și Sloveniei, cursul valutar real pare supraapreciat în toate celelalte țări ECE (îndeosebi în Polonia).

Figura nr. 37 – Deviațiile RER față de REER(CIP)



O problemă a acestei modalități de verificare a teoriei parității ratelor dobânzii se referă la indisponibilitatea datelor privind ratele dobânzii pe termen lung. În acest studiu, au fost utilizate ratele dobânzii de pe piața interbancară, acestea fiind disponibile și comparabile (obținute dintr-o singură sursă). Ca urmare, concluziile prezentate aici trebuie interpretate cu foarte mare atenție, fără a supraestima capacitatea ratelor dobânzii de pe piața interbancară de a prezice evoluția cursului valutar de echilibru. În plus, în cazul țărilor ECE, multe din ipotezele teoriei parității ratelor dobânzii nu sunt îndeplinite: în unele din aceste țări se mențin încă restricții pentru mișcările de capitaluri, iar piețele financiare nu sunt suficient de dezvoltate și de eficiente pentru a permite cu ușurință operațiuni de arbitraj, chiar și în cazul circulației libere a capitalurilor.

6.2.4. Variabile fundamentale care ar putea explica evoluția cursului valutar real țările din Europa Centrală și de Est

Ca variabile exogene, care ar putea explica evoluția cursului valutar real, au fost testați următorii indicatori:

- dinamica PIB și a altor forme de venit:
 - PIB/locuitor exprimat în euro (PH),
 - PIB/locuitor exprimat în PPC (PPA),
 - PIB exprimat în prețuri constante, considerând ca an de bază anul 1995 (PIB),
 - rata de creștere reală a PIB (TP),
 - PIB/locuitor, în monedă națională, calculat ca raport între PIB-ul în prețuri constante și populația țării (PHN),
 - PIB/locuitor exprimat ca procent din PIB/locuitor în UE¹⁶⁸ (PHUE),
 - PIB PPC/locuitor, calculat ca procent din PIB PPC/locuitor în UE (PPAUE),
 - salariul lunar mediu, ca procent din salariul lunar mediu în UE (SAL);
- gradul de convergență a prețurilor: nivelul prețurilor în țările ECE, exprimat ca procent din nivelul prețurilor în UE (calculat ca raport între PIB/locuitor exprimat în euro și PIB/loc exprimat în PPC) (PC);

¹⁶⁸ Deși ar fi fost ideal ca acești indicatori să fie exprimați ca procent din nivelul indicatorilor în zona euro, ei au fost exprimați ca procent din nivelul indicatorilor din UE, datele privind veniturile pe locuitor nefiind disponibile pentru zona euro.

- rata dobânzii¹⁶⁹:
 - rata reală a dobânzii de pe piața interbancară (R),
 - diferențialul ratei reale a dobânzii de pe piața interbancară față de UEM (DR),
 - diferențialul ratei nominale a dobânzii de pe piața interbancară față de UEM (DRN);
- productivitatea muncii:
 - nivelul productivității muncii, exprimat prin raportul dintre PIB și forța de muncă¹⁷⁰ (s-a utilizat PIB în prețuri constante) (PL),
 - variația productivității muncii (W),
 - diferențialul de productivitate față de zona euro (DW);
- proxy pentru efectul Balassa-Samuelson – raportul IPP/IPC¹⁷¹:
 - raport între indicii anuali (BSA),
 - raport între indicii de prețuri având ca perioadă de bază anul 1995 (BS);
- situația contului curent (toți indicatorii din această categorie sunt exprimați ca procent din PIB):
 - deficitul de cont curent (CC),

¹⁶⁹ Deși utilizarea ratei dobânzii pe termen lung ar fi fost preferabilă, nu există date disponibile cu privire la acest indicator; din acest motiv, s-a utilizat rata dobânzii interbancare, indicator disponibil și care prezintă avantajul unor date comparabile între țări.

¹⁷⁰ Pentru productivitate, s-a pornit de la metoda directă a măsurare a productivității muncii, propusă de Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2001): raportul dintre PIB și numărul de angajați. Deoarece datele privind numărul de angajați din țările ECE pentru perioada de analiză nu au fost disponibile, s-a utilizat raportul dintre PIB și populația activă.

¹⁷¹ Cum în coșul de consum sunt incluse atât bunuri comercializabile, cât și bunuri necomercializabile, se consideră că IPC reflectă evoluția tuturor bunurilor (comercializabile și necomercializabile), pe când IPP reflectă în principal evoluția prețurilor produselor comercializabile. Ca urmare, în literatura de specialitate se folosește frecvent raportul IPP/IPC ca indicator pentru prețul relativ al bunurilor comercializabile în raport cu bunurile necomercializabile. Acest indicator poate fi utilizat și ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson; conform teoriei, prețul bunurilor comercializabile ar trebui să respecte legea prețului unic; însă, dacă efectul Balassa-Samuelson este prezent, prețurile bunurilor necomercializabile cresc. Chiar dacă legea prețului unic nu se verifică pentru bunurile comercializabile, în prezența efectului Balassa-Samuelson, prețurile bunurilor necomercializabile cresc mai rapid decât prețurile bunurilor comercializabile. Această evoluție se reflectă într-un raport IPP/IPC subunitar, cu o tendință de reducere în timp. Égert, Lahrèche-Révil și Lommatzsch (2004) arată că raportul IPP/IPC este un proxy imperfect pentru efectul Balassa-Samuelson. Un indicator mai potrivit ar putea fi raportul între IPP și indicele prețurilor serviciilor, însă datele despre evoluția prețurilor serviciilor nu sunt disponibile pentru țările ECE analizate.

- deficitul balanței comerciale (BC),
- influxul de investiții străine directe (IDE),
- deficitul de cont curent net, calculat ca diferență între deficitul contului curent și intrările de investiții străine directe (CCN);
- situația datoriei externe – datoria externă ca procent din PIB (DET);
- rezervele oficiale ca procent din PIB (RZV);
- deficitul bugetar ca procent din PIB (DB);
- formarea brută de capital fix ca procent din PIB (FK);
- consumul (indicatorii din această categorie fiind exprimați ca procent din PIB):
 - consumul public (CONG),
 - consumul privat (CONP),
 - consumul total (CONS);
- gradul de deschidere a economiei (OPEN);
- rata șomajului (TCHO);
- oferta excedentară de monedă, cauzată de un ritm de creștere a ofertei de monedă mai rapid decât ritmul de creștere nominală a PIB:
 - raportul dintre variația M0 și variația PIB (MOE)
 - raportul dintre variația M2 și variația PIB (ME);
- gradul de monetizare a economiei:
 - raportul dintre M0 și PIB (M0),
 - raportul dintre M2 și PIB (M2);
- mediul extern:
 - cursul valutar euro-dolar american (ED),
 - rata reală a dobânzii în zona euro (rata de pe piața monetară, pentru comparabilitate – RI),
 - rata LIBOR pentru trei luni (RLI),
 - raportul IPP/IPC pentru zona euro – ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson în UEM (BSUE și BSAUE, construit în același mod ca și variabilele BS și BSA);
- dummy-uri:
 - dummy pentru țările și anii în care rata anuală a inflației a depășit 40% (dummy pentru regimurile de curs valutar de tip cădere liberă) (FFD),
 - dummy pentru prezența efectului Balassa-Samuelson (BSD),

- dummy pentru anul 1996 – an în care RER a fost normalizat la 100 pentru toate țările analizate (INID),
- dummy de flexibilitate a regimului de curs valutar (FLEXD),
- dummy de întârziere (care ia valoarea 1 pentru Bulgaria și România) – imposibil de utilizat cu efecte fixe, din cauza problemelor tip „near singular matrix”;
- indicatori construiți în mod artificial pentru a permite luarea în considerare a unor factori calitativi, necuantificabili:
 - un indicator de importanță a cursului valutar în politica economică (XRD) care ia valoarea 0-în cazul unui regim fix, gen consiliu monetar, 1-în cazul ancorării (pegs), 2-pentru benzi glisante de fluctuație (crawling pegs), 3-pentru țările care au un regim flexibil, dar utilizează cursul valutar ca obiectiv intermediar al politicii monetare și 4-pentru țările care au un regim de curs valutar flexibil și utilizează ȚDI ca strategie de politică monetară;
 - un indicator de flexibilitate a cursului valutar (XR) care ia valoarea 0-pentru un regim fix, gen consiliu monetar, având ca monedă de referință euro (marca germană), 1-pentru ancorare rigidă sau consiliu monetar având altă monedă de referință, 2-pentru benzi glisante de fluctuație (crawling pegs), 3-pentru benzi orizontale (largi) de fluctuație, 4-pentru flotare controlată și 5-pentru flotare liberă;
 - un indicator al gradului de avansare a procesului de aderare (ACC) care ia valoarea 2-înainte de deschiderea negocierilor, 1-în timpul negocierilor de aderare și 0-după încheierea negocierilor.

Un indicator utilizat frecvent ca determinant al cursului valutar de echilibru se referă la raportul de schimb (terms of trade). Acest indicator nu a fost utilizat în acest studiu, datele nefiind disponibile decât pentru Ungaria, Polonia și Republica Cehă (dintre țările analizate). Însă, Krkosha (2000) arată că structura comerțului exterior a țărilor ECE este de natură să permită utilizarea cursului de schimb dintre marca germană și dolarul american ca proxy pentru raportul de schimb; în mod similar, în această analiză, se poate considera cursul dintre euro și dolar ca proxy pentru raportul de schimb, deoarece în perioada de analiză (1996-2003), structura comerțului exterior al țărilor ECE nu s-a modificat prea mult.

Cu excepția ratelor dobânzii și a indicatorilor privind dinamica unor variabile, indicatorii folosiți au fost logaritmați. În continuare, litera „L” în fața notației utilizate pentru o variabilă indică forma logaritmică a variabilei respective.

6.2.5. Testarea unor modele econometrice deja existente

În această etapă au fost testate zece modele propuse de alți autori, pentru POOL-ul considerat și pentru perioada de analiză luată în considerare:

1. Modelul propus de De Broek și Sløk (2001):

$$LRER = f(LPPA) \quad (30)$$

Tabelul nr. 40 – Testarea modelului De Broek și Sløk (2001)

Dependent Variable: LRER?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 06/14/04 Time: 15:28				
Sample: 1996 2003				
Included observations: 8				
Number of cross-sections used: 10				
Total panel (balanced) observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPPA?	-0.585176	0.061618	-9.496774	0.0000
Fixed Effects				
_BU--C	9.309740			
_ES--C	9.734837			
_LE--C	9.479117			
_LI--C	9.527305			
_PO--C	9.773644			
_CZ--C	10.02548			
_RO--C	9.355045			
_SK--C	9.852046			
_SN--C	10.17752			
_HU--C	9.903650			
R-squared	0.735686	Mean dependent var	4.408909	
Adjusted R-squared	0.697380	S.D. dependent var	0.154219	
S.E. of regression	0.084837	Sum squared resid	0.496621	
Durbin-Watson stat	0.779958			

Autorii au obținut un R^2 de 0,63 și un coeficient de 0,41 pentru variabila LPPA (logaritm natural din PIB exprimat în PPC pe locuitor). Testele econometrice au arătat că această ecuație rămâne valabilă și pentru POOL-ul considerat și perioada de analiză 1996-

2003. S-a obținut un R^2 de 0,73. Altfel spus, se poate trage concluzia că evoluția RER este determinată de evoluția PIB(PPC)/locuitor.

2. Modelul propus de Kim și Korhonen (2002):

$$LRER = f(LPH, LFK, LCONG, LOPEN) \quad (31)$$

Tabelul nr. 41 – Testarea modelului Kim și Korhonen (2002)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPH?	-0.568075	0.023093	-24.59903	0.0000
LFK?	0.127452	0.053732	2.371986	0.0207
LCONG?	-0.303082	0.070652	-4.289761	0.0001
LOPEN?	-0.137334	0.052397	-2.621014	0.0109
Fixed Effects				
_BU--C	4.900190			
_ES--C	5.654481			
_LE--C	5.253555			
_LI--C	5.346421			
_PO--C	5.532068			
_CZ--C	5.847176			
_RO--C	4.852591			
_SK--C	5.596175			
_SN--C	6.300387			
_HU--C	5.585576			
R-squared	0.943065	Mean dependent var	-0.243896	
Adjusted R-squared	0.931500	S.D. dependent var	0.179787	
S.E. of regression	0.047055	Sum squared resid	0.141705	
F-statistic	353.3628	Durbin-Watson stat	1.420763	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Autoarele nu au utilizat cursul valutar real, ci salariile exprimate în dolari americani ca proxy pentru RER, analiza fiind efectuată pe cele cinci țări din Europa Centrală (Polonia, Republica Cehă, Ungaria, Slovacia și Slovenia), utilizând estimări out-of-sample. Ca urmare, studiul realizat de Kim și Korhonen în 2002 prezintă diferențe semnificative față de acest studiu. Cu toate acestea, modelul propus de autoare este verificat și de POOL-ul utilizat în acest studiu, prin estimarea in-sample (R^2 fiind de 0,94).

3. Modelul propus de MacDonald (2000):

$$RER = f(NFA, TOT, TNT) \quad (32)$$

unde NFA = active nete externe, TOT = termenii comerțului exterior și TNT = prețul relativ al bunurilor comercializabile în termeni de bunuri necomercializabile. Pentru a testa acest model, s-au utilizat următoarele variabile: DET ca proxy pentru NFA, ED ca proxy pentru TOT și BS ca proxy pentru TNT. Se obține, astfel, ecuația următoare:

$$LRER = f(LDET, LED, LBS) \quad (33)$$

Tabelul nr. 42 – Testarea modelului MacDonald (2000)

Dependent Variable: **LRER?**
Method: Pooled Least Squares
Date: 09/28/04 Time: 01:21
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (unbalanced) observations: 79
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDET?	0.101476	0.029385	3.453378	0.0010
LRZV?	-0.110438	0.029581	-3.733394	0.0004
LED	-0.511338	0.085882	-5.953953	0.0000
LBS?	0.731797	0.200161	3.656042	0.0005
Fixed Effects				
_BU--C	4.200465			
_ES--C	4.556694			
_LE--C	4.432894			
_LI--C	4.371337			
_PO--C	4.558536			
_CZ--C	4.587263			
_RO--C	4.495014			
_SK--C	4.528197			
_SN--C	4.898782			
_HU--C	4.710464			
R-squared	0.808601	Mean dependent var	4.412176	
Adjusted R-squared	0.770321	S.D. dependent var	0.149175	
S.E. of regression	0.071492	Sum squared resid	0.332219	
F-statistic	91.53494	Durbin-Watson stat	0.942473	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Testele econometrice au arătat că, utilizând această ecuație, coeficientul pentru datoria externă nu este semnificativ. Dacă, însă, se adaugă în ecuație fie deficitul balanței comerciale (BC), fie rezervele internaționale (RZV), toți coeficienții variabilelor

considerate devin semnificativi. În cazul utilizării RZV, se obține un R^2 mai ridicat, și, prin urmare, această estimare este prezentată în tabelul nr.42.

4. Modelul propus de Égert (2002):

Acest model este format din trei ecuații:

$$\text{Echilibru interior:} \quad TNT + W \times \beta_1 + CONP \times \beta_2 \quad (34)$$

$$\text{Echilibru exterior:} \quad BC + TOT \times \beta_1 + OPEN \times \beta_2 \quad (35)$$

$$\text{Cursul valutar real efectiv:} \quad RER + TNT \times \beta_1 + OPEN \times \beta_2 \quad (36)$$

Tabelul nr. 43 – Testarea modelului Égert (2002)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LBS?	0.964360	0.209546	4.602139	0.0000
W?	-0.009038	0.002244	-4.027795	0.0001
LED	-0.403822	0.101289	-3.986836	0.0002
Fixed Effects				
_BU--C	4.322018			
_ES--C	4.658889			
_LE--C	4.517093			
_LI--C	4.474966			
_PO--C	4.645138			
_CZ--C	4.584092			
_RO--C	4.315551			
_SK--C	4.579655			
_SN--C	4.675778			
_HU--C	4.555645			
R-squared	0.804193	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.769123	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.071974	Sum squared resid	0.347073	
F-statistic	137.5865	Durbin-Watson stat	1.385804	
Prob(F-statistic)	0.000000			

S-a testat doar relația dintre cursul valutar real și variabilele care apar în model (BS, utilizat din nou ca proxy pentru prețul relativ dintre bunurile comercializabile și bunurile necomercializabile) și BC. În acest caz, coeficientul obținut pentru soldul balanței

comerciale (BC) nu este semnificativ. S-a încercat înlocuirea BC cu variabilele care apar în ecuația echilibrului exterior: termenii comerțului exterior (exprimați prin ED) și gradul de deschidere a economiei (OPEN). În acest caz, coeficientul variabilei OPEN nu este semnificativ. S-a încercat și estimarea RER în funcție de variabilele care apar în ecuațiile echilibrului interior și echilibrului exterior (W, CONP, ED, OPEN). Nici coeficientul pentru gradul de deschidere a economiei, nici cel pentru consumul privat nu sunt semnificativi. Există, însă, și combinații de variabile pentru care toți coeficienții sunt semnificativi: (W, BC, OPEN); (BS, CONP, BC, OPEN); (BS, W, BC, OPEN); (BS, ED) și (BS, W, ED). Dintre acestea, ultima prezintă cel mai ridicat R^2 .

5. Modelul propus de Deutsche Bundesbank (2002):

$$LRER = f(W, CONG, CONP, RI, DB, IDE) \quad (37)$$

Tabelul nr. 44 – Testarea modelului Deutsche Bundesbank (2002)

Dependent Variable: **LRER?**
Method: Pooled Least Squares
Date: 09/28/04 Time: 01:50
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (balanced) observations: 80
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RI	0.084985	0.011177	7.603488	0.0000
W?	-0.005583	0.002509	-2.225547	0.0294
Fixed Effects				
_BU--C	4.144481			
_ES--C	4.337905			
_LE--C	4.202872			
_LI--C	4.167880			
_PO--C	4.335592			
_CZ--C	4.310190			
_RO--C	4.151956			
_SK--C	4.314270			
_SN--C	4.418794			
_HU--C	4.323543			
R-squared	0.701775	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.653533	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.088169	Sum squared resid	0.528611	
F-statistic	160.0159	Durbin-Watson stat	1.196829	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Testele efectuate pe POOL-ul propus în acest studiu au arătat că doar pentru rata dobânzii în zona euro (RI) și pentru variația productivității (W) se obțin coeficienți semnificativi.

6. Modelul propus de Razin și Collins (1997):

Utilizând un model de tip BEER, autorii definesc vectorul Z ca fiind compus din cinci variabile: productivitatea muncii, măsurată prin raportul dintre PIB și forța de muncă (PL), expansiunea monetară excesivă (ME), ca indicator al laxității monetare, raportul de schimb (s-a utilizat ca proxy ED), intrările de capitaluri (s-au aproximat prin IDE) și deficitul contului curent (CC):

$$Z = (PL, ME, ED, IDE, CC) \quad (38)$$

Tabelul nr. 45 – Testarea modelului Razin și Collins (2002)

Dependent Variable: **LRER?**
Method: Pooled Least Squares
Date: 09/28/04 Time: 02:01
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (balanced) observations: 80
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPL?	-0.487065	0.077820	-6.258837	0.0000
LED	-0.476162	0.096432	-4.937807	0.0000
BC?	-0.000466	0.000181	-2.569415	0.0124
Fixed Effects				
_BU--C	4.323857			
_ES--C	4.557046			
_LE--C	4.416891			
_LI--C	4.359840			
_PO--C	4.534072			
_CZ--C	4.454579			
_RO--C	4.259713			
_SK--C	4.484105			
_SN--C	4.602464			
_HU--C	4.517199			
R-squared	0.808837	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.774599	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.071115	Sum squared resid	0.338840	
F-statistic	141.7435	Durbin-Watson stat	0.812999	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Testând relația dintre RER și aceste variabile, s-au obținut coeficienți semnificativi doar pentru PL și ED. Dacă deficitul contului curent este înlocuit cu deficitul balanței comerciale, se obține un coeficient semnificativ și pentru această variabilă.

7. Modelul propus de Kemme și Roy (2002):

Sunt propuse ca variabile explicative rezervele internaționale (RZV), intrările de capital (aproximate prin IDE), diferențialul ratei dobânzii (DR), deficitul contului curent (CC) și deficitul bugetar (DB). Modelul poate fi aplicat și pentru POOL-ul utilizat în acest studiu (înlocuind CC cu BC), însă puterea sa explicativă este mai redusă decât cea a altor modele:

$$LRER = f(LRZV, IDE, DR, BC, DB) \quad (39)$$

Tabelul nr. 46 – Testarea modelului Kemme și Roy (2002)

Dependent Variable: **LRER?**
Method: Pooled Least Squares
Date: 06/18/04 Time: 04:11
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (unbalanced) observations: 79

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRZV?	-0.404137	0.064843	-6.232502	0.0000
LIDE?	0.050433	0.022824	2.209622	0.0307
DR?	-0.000357	0.000125	-2.864806	0.0056
DB?	0.030662	0.009279	3.304566	0.0016
BC?	-0.006971	0.001263	-5.518643	0.0000
Fixed Effects				
_BU--C	0.708975			
_ES--C	0.699897			
_LE--C	0.558524			
_LI--C	0.591859			
_PO--C	0.907039			
_CZ--C	1.031349			
_RO--C	1.523002			
_SK--C	1.003734			
_SN--C	2.041479			
_HU--C	2.017076			
R-squared	0.661937	Mean dependent var	-0.249980	
Adjusted R-squared	0.587985	S.D. dependent var	0.178471	
S.E. of regression	0.114558	Sum squared resid	0.839904	
F-statistic	31.32842	Durbin-Watson stat	0.931318	
Prob(F-statistic)	0.000000			

8. Modelul propus de Dufrenot și Égert (2003):

Ecuția testată de autori include ca variabile explicative diferențialul de productivitate între sectorul expus concurenței internaționale și sectorul protejat, prețul relativ al bunurilor comercializabile și necomercializabile, deficitul bugetar și deficitul contului curent. S-a exclus diferențialul de productivitate dintre cele două sectoare, din cauza indisponibilității datelor și s-a testat ecuația:

$$LRER = f(LBS, DB, CC) \quad (40)$$

Modelul nu se verifică, obținându-se un coeficient semnificativ doar pentru LBS.

9. Modelul propus de Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2004):

Sunt propuse ca și variabile explicative diferențialul de productivitate în raport cu UEM (DW), consumul public (CONG) și gradul de deschidere a economiei (OPEN).

$$LRER = f(DW, CONG, OPEN) \quad (41)$$

Modelul nu se verifică, obținându-se un coeficient semnificativ doar pentru gradul de deschidere a economiei (sau doar pentru diferențialul de productivitate dacă se exclude consumul guvernamental).

10. Modelul propus de Égert și Lommatzsch (2003):

Ecuția testată de autori cuprinde și variabile care în acest studiu nu sunt disponibile (diferențialul prețurilor administrative în raport cu Germania și datoria publică exprimată ca procent din PIB). Eliminând aceste două variabile și aproximând termenii comerțului exterior prin ED, s-a testat ecuația:

$$LRER = f(LPL, RI, LOPEN, LED, CONG) \quad (42)$$

S-au obținut coeficienți semnificativi doar pentru trei variabile, prezentate în tabelul următor.

Tabelul nr. 47 – Testarea modelului Égert și Lommatzsch (2003)Dependent Variable: **LRER?**

Method: Pooled Least Squares

Date: 09/28/04 Time: 02:27

Sample: 1996 2003

Included observations: 8

Number of cross-sections used: 10

Total panel (unbalanced) observations: 78

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RI	0.074990	0.007803	9.610080	0.0000
LED	-0.525792	0.065641	-8.010106	0.0000
CONG?	-0.010666	0.004380	-2.435342	0.0176
Fixed Effects				
_BU--C	4.291421			
_ES--C	4.524289			
_LE--C	4.365692			
_LI--C	4.353834			
_PO--C	4.461153			
_CZ--C	4.513496			
_RO--C	4.274146			
_SK--C	4.510943			
_SN--C	4.606812			
_HU--C	4.404646			
R-squared	0.867555	Mean dependent var	4.415803	
Adjusted R-squared	0.843104	S.D. dependent var	0.150237	
S.E. of regression	0.059509	Sum squared resid	0.230187	
F-statistic	212.8852	Durbin-Watson stat	1.239565	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Din cele zece modele testate se observă că opt se verifică și pentru POOL-ul considerat. În continuare, pornind de la rezultatele acestor verificări, s-a încercat determinarea combinației de variabile exogene care explică cel mai bine evoluția RER.

6.2.6. Cursul valutar real de echilibru pentru țările din Europa

Centrală și de Est

Într-o primă etapă s-a analizat **relația dintre RER și fiecare variabilă utilizată**. Evoluția cursului valutar real al țărilor ECE pare a fi destul de bine explicată de¹⁷²:

- nivelul RER din anul precedent (un proces AR(1) este semnificativ din punct de vedere statistic, iar $R^2 = 0,89$; variantele autoregresive de gradul 2 sau mai mare nu sunt semnificative);

¹⁷² Variabilele care nu au fost menționate nu au avut coeficienți semnificativi din punct de vedere statistic.

- evoluția PIB/locuitor (exprimat în euro, în PPC, ca procent din PIB/locuitor în UE, respectiv ca procent din PIB(PPC)/locuitor în UE) și evoluția salariului mediu (exprimat ca procent din salariul mediu din UE); se obțin rezultate mai bune dacă se utilizează PIB-ul exprimat în euro, dar aceste rezultate trebuie interpretate cu atenție, deoarece există o probabilitate ridicată ca legătura cauzală să fie în sens invers;
- evoluția PIB-ului exprimat în prețuri constante și rata de creștere reală a PIB – însă evoluția PIB/locuitor (exprimat în monedă națională) nu este semnificativă din punct de vedere statistic;
- productivitatea (exprimată prin raportul dintre PIB și forța de muncă); dacă se consideră rata de creștere a productivității sau diferențialul de productivitate față de zona euro, se obțin, în continuare, coeficienți semnificativi, dar aceste variabile explică mai puțin evoluția RER ($R^2 = 0,46$ și respectiv $0,42$, comparativ cu $0,68$ în cazul PIB/forță de muncă);
- efectul Balassa-Samuelson (BS; variabila BSA nu este însă semnificativă);
- evoluția rezervelor internaționale;
- rata șomajului;
- diferențialul ratelor nominale ale dobânzii;
- mediul extern: evoluția cursului de schimb dintre euro și dolarul american, rata dobânzii din zona euro, rata LIBOR, raportul IPP/IPC în zona euro (BSAUE – însă BSUE nu este semnificativ);
- dummy-urile FFD, INID și FLEXD;
- indicatorii XRD și ACC.

S-a testat și *relația dintre aprecierea (deprecierea) anuală a cursului valutar real (RERA) și variabilele exogene luate în calcul*. Aprecierea (deprecierea) reală anuală a monedelor țărilor ECE este explicată (deși nu foarte bine, deoarece R^2 nu depășește $0,24$) de următoarele variabile:

- oferta de monedă (M2, M0, ME, MOE);
- gradul de deschidere al economiei (OPEN);
- datoria externă (DET);
- soldul balanței comerciale (BC);
- mediul extern (ED, RI, RLI, BSAUE, BSUE);
- dummy-urile FFD și INID.

Ecuția care explică cel mai bine variația anuală a RER este următoarea:

$$RERA = f(LM2^+, LED^-, RLI^-, CCN^-, FFD^-) \quad (43)$$

$$RERA = C_6 + C_1 \times LM2 + C_2 \times ED + C_3 \times RLI + C_4 \times CCN + C_5 \times FFD \quad (44)$$

$$RERA = C + 7,19 \times LM2 + 4,88 \times ED + 0,68 \times RLI + 0,28 \times CCN + 6,32 \times FFD \quad (45)$$

unde C este constanta, specifică fiecărei țări¹⁷³.

Tabelul nr. 48 – Determinarea variației anuale a cursului valutar real

Dependent Variable: **RERA?**
Method: Pooled Least Squares
Date: 06/24/04 Time: 17:54
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (balanced) observations: 80
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM2?	7.191231	1.374116	5.233350	0.0000
LED	-14.88131	3.911287	-3.804711	0.0003
RLI	-0.683834	0.250735	-2.727316	0.0082
CCN?	-0.281901	0.128151	-2.199759	0.0314
FFD?	-6.327194	2.270991	-2.786094	0.0070
Fixed Effects				
_BU--C	71.96129			
_ES--C	73.33519			
_LE--C	72.71884			
_LI--C	73.87717			
_PO--C	72.35850			
_CZ--C	69.19903			
_RO--C	76.95627			
_SK--C	67.97397			
_SN--C	73.93063			
_HU--C	71.02550			
R-squared	0.500553	Mean dependent var	96.60932	
Adjusted R-squared	0.392980	S.D. dependent var	5.620200	
S.E. of regression	4.378780	Sum squared resid	1246.292	
F-statistic	16.28601	Durbin-Watson stat	2.496149	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dacă în ecuația (32) se înlocuiește LM2 cu LM0, această variabilă are un coeficient semnificativ, dar coeficientul pentru FFD nu mai este semnificativ, iar R² are o valoare inferioară; dacă se înlocuiește RLI cu RI, coeficientul acestei variabile nu mai este semnificativ (t-statistic = 1,96538; probabilitate = 0,0536).

¹⁷³ S-a ales această variantă de estimare, cu efecte fixe, tocmai pentru a permite o constantă diferită pentru fiecare țară, pentru a putea ține cont de specificul fiecărei economii

Pentru variabilele utilizate în ecuație:

- LM2 are un semn pozitiv – o politică monetară restrictivă, care limitează expansiunea ofertei de monedă, contribuie la aprecierea reală a cursului valutar;
- LED are un semn negativ – deprecierea euro în raport cu dolarul american îi corespunde o apreciere a monedelor țărilor ECE față de euro;
- RLI are un semn negativ – creșterea ratei dobânzii pe plan internațional antrenează o apreciere reală a monedelor țărilor ECE; este un rezultat aparent surprinzător, dar țările analizate sunt economii mici și foarte deschise, și ca urmare rata internă a dobânzii urmează evoluția ratelor internaționale; în perioada de analiză am asistat la o reducere puternică a ratelor dobânzii în UEM, pe piața financiară de la Londra, și în toate țările analizate;
- CCN are un semn negativ – dacă partea nefinanțată de intrări de investiții străine directe din deficitul de cont curent (ca procent din PIB) crește, cursul valutar real se depreciază; probabil, o astfel de evoluție a cursului valutar este (cel puțin parțial) rezultatul acțiunilor întreprinse de autorități în scopul reducerii deficitului de cont curent la niveluri sustenabile;
- FFD are un semn pozitiv – în țările în care inflația nu este controlată (când rata anuală a inflației depășește 40%), asistăm la o apreciere reală a cursului valutar mai puternică decât în alte țări; este cazul Bulgariei în 1997, cu o rată anuală a inflației de 1058% și o apreciere reală a cursului valutar de 15%, și cazul României în perioada 1997-2000 (rata anuală a inflației s-a situat între 45% și 154%, iar aprecierea reală anuală a atins 15% în 2000 și 17% în 1997). Ținând cont de faptul că, în țările ECE evoluția cursului valutar este un factor important al evoluției prețurilor, rezultatul obținut poate fi explicat prin faptul că, dacă autoritățile ar permite deprecierea nominală a cursului valutar, astfel încât să compenseze integral diferențialul de inflație, ar crește presiunile inflaționiste în perioadele următoare și, deci, încercările de aducere a inflației sub control ar fi mult îngreunate.

Desigur, această ecuație nu este satisfăcătoare (cu un R^2 de 0,50 și cu o sumă a reziduurilor de 1246,292). În plus, aceste variabile nu reușesc să explice evoluția cursului valutar, tendințele acestuia pe termen mediu și lung, ci doar aprecierea (deprecierea) față de anul anterior. Dar ecuația este utilă și arată că oferta de monedă și deficitul de cont curent nefinanțat de intrări de investiții străine directe influențează aprecierea (deprecierea) cursului valutar.

Se poate presupune că vectorul Z este compus din variabile care influențează evoluția RER, în timp ce vectorul T cuprinde variabile care influențează evoluția RERA. În acest caz, ecuația de mai sus ar permite identificarea variabilelor conținute de vectorul T :

$$T = (LM2, LED, RLI, CCN, FFD) \quad (46)$$

Se poate observa din testarea modelelor deja existente că se poate găsi o relație între evoluția cursului valutar real și evoluția variabilelor fundamentale din economiile țărilor ECE. Există numeroase combinații posibile pentru a defini vectorul Z. Rămâne ca în continuare să fie determinat vectorul Z care poate explica cel mai bine evoluția RER, pentru a putea determina cu ajutorul lui REER; s-a încercat găsirea combinației optimale (cea care maximizează valoarea lui R²).

Cel mai bun model obținut a fost *un model autoregresiv*, prezentat în tabelele nr. 49 și nr.50 (estimare neponderată și ponderată). Se obține următoarea ecuație:

$$RER = f(RER_{(-1)}^+, \bar{LED}, LM0^+, \bar{XRD}, ACC^+, \bar{DR}, \bar{CC}) \quad (47)$$

- LED are un semn negativ – o creștere a cursului euro/dolar, semnificând o depreciere a euro față de dolar, corespunde unei scăderi a RER (deci unei aprecieri a monedelor țărilor ECE față de euro);
- LM0 are un semn pozitiv – o expansiune a bazei monetare M0 mai redusă decât expansiunea PIB (diminuarea raportului M0/PIB) indică o politică monetară restrictivă și contribuie la aprecierea reală a cursului valutar;
- XRD are un semn negativ – cu cât țările analizate utilizează mai puțin cursul valutar ca obiectiv al politicii monetare, cu atât mai mult cursul valutar real are tendința de a se aprecia; cum țările ECE sunt economii foarte deschise, intervențiile autorităților pe piața valutară au deseori ca obiectiv împiedicarea unei aprecieri prea puternice, care ar risca să pună în pericol sustenabilitatea deficitului de cont curent; acest rezultat poate părea surprinzător, deoarece sugerează că în țările care practică un regim fix cursul valutar se apreciază mai puțin decât în țările care utilizează un regim flexibil¹⁷⁴ – în cazul unor cursuri valutare nominale fixe, diferențialul de inflație se va reflecta integral în aprecierea reală a cursului valutar; pentru perioada considerată diferențialul de inflație al țărilor ECE care practică un regim fix nu a fost important, și s-a redus continuu, ajungând în 2003 la +0,08% în Bulgaria, -0,73% în Estonia,

¹⁷⁴ Trebuie, însă, ținut cont de faptul că indicatorul XRD nu diferențiază țările în funcție de gradul de flexibilitate a cursului valutar nominal, ci în funcție de importanța acordată cursului valutar ca obiectiv al politicii economice. După cum se va vedea în continuare, indicatorii de flexibilitate a cursului valutar intră în ecuație cu semn opus, indicând faptul că aprecierea reală a cursului valutar este mai puternică în cazul cursurilor fixe decât în cazul cursurilor flexibile.

+0,80% în Letonia și -3,75% în Lituania; ținând cont de aceste valori semnul negativ al XRD pare justificat;

- ACC are un semn pozitiv – *cu cât o țară avansează mai mult în procesul de aderare, cu atât aprecierea reală a cursului valutar tinde să fie mai puternică*; odată cu avansarea procesului de aderare, convergența prețurilor se accelerează (atât pentru bunuri comercializabile, prin eliminarea barierelor din calea comerțului și integrarea în piața unică europeană, cât și pentru bunuri necomercializabile, prin implementarea elementelor acquis-ului comunitar); în plus există presiuni puternice în sensul convergenței veniturilor;
- DR are un semn negativ – *creșterea diferențialul ratelor reale ale dobânzii acționează în sensul aprecierii cursului valutar real*;
- CC are un semn negativ – *deteriorarea situației contului curent acționează în sensul deprecierei cursului real* (probabil prin intermediul acțiunilor autorităților, care depun eforturi pentru a reduce deficitul de cont curent și pentru a-l menține în limite sustenabile).

Tabelul nr. 49 – Model autoregresiv (estimare neponderată)

Dependent Variable: **LRER?**

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/25/04 Time: 10:42

Sample: 1997 2003

Included observations: 7

Number of cross-sections used: 10

Total panel (balanced) observations: 70

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRER?(-1)	0.426529	0.059829	7.129189	0.0000
LED	-0.187361	0.044642	-4.196933	0.0001
LM0?	0.052750	0.007776	6.784135	0.0000
XRD?	-0.033619	0.007778	-4.322508	0.0001
ACC?	0.037585	0.010081	3.728169	0.0005
DR?	-8.76E-05	2.44E-05	-3.588302	0.0007
CC?	-0.003365	0.001648	-2.041512	0.0462
Fixed Effects				
_BU--C	2.188842			
_ES--C	2.331592			
_LE--C	2.252871			
_LI--C	2.219964			
_PO--C	2.459549			
_CZ--C	2.459429			
_RO--C	2.311642			
_SK--C	2.418974			
_SN--C	2.546430			
_HU--C	2.453620			
R-squared	0.955620	Mean dependent var		4.387363
Adjusted R-squared	0.942223	S.D. dependent var		0.140260
S.E. of regression	0.033714	Sum squared resid		0.060242
F-statistic	190.2065	Durbin-Watson stat		1.899916
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabelul nr. 50 – Model autoregresiv (estimare ponderată)Dependent Variable: **LRER?**

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 06/25/04 Time: 10:52

Sample: 1997 2003

Included observations: 7

Number of cross-sections used: 10

Total panel (balanced) observations: 70

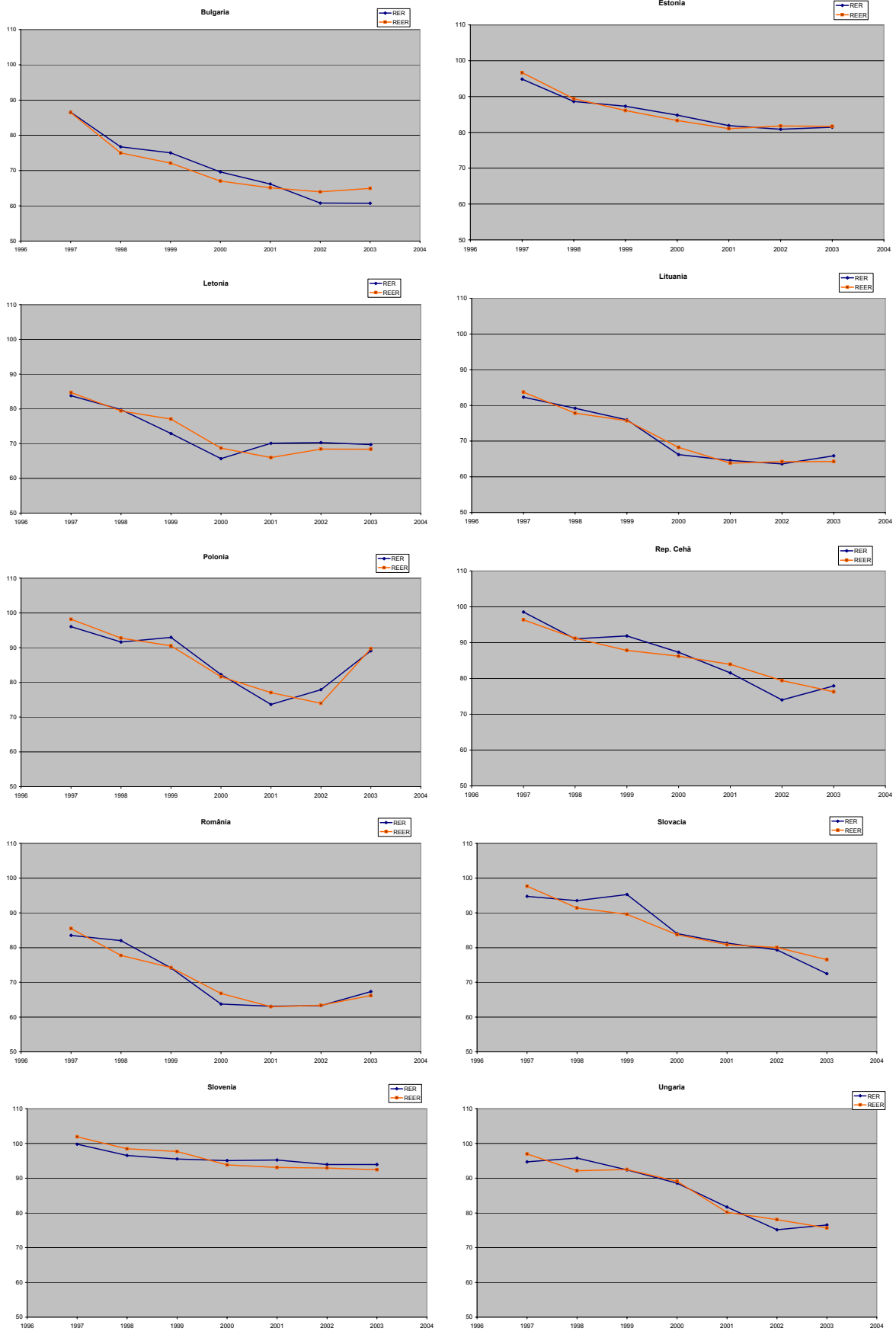
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRER?(-1)	0.409186	0.040925	9.998411	0.0000
LED	-0.180931	0.030622	-5.908585	0.0000
LM0?	0.054106	0.007925	6.827044	0.0000
XRD?	-0.038293	0.006857	-5.584875	0.0000
ACC?	0.034681	0.006444	5.381896	0.0000
DR?	-8.55E-05	2.63E-05	-3.252251	0.0020
CC?	-0.002306	0.000950	-2.426942	0.0187
Fixed Effects				
_BU--C	2.268876			
_ES--C	2.418650			
_LE--C	2.342267			
_LI--C	2.303914			
_PO--C	2.555749			
_CZ--C	2.560252			
_RO--C	2.405752			
_SK--C	2.517701			
_SN--C	2.636533			
_HU--C	2.549559			
Weighted Statistics				
R-squared	0.999813	Mean dependent var	5.223522	
Adjusted R-squared	0.999757	S.D. dependent var	2.117344	
S.E. of regression	0.033029	Sum squared resid	0.057819	
F-statistic	47250.24	Durbin-Watson stat	2.098659	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.954698	Mean dependent var	4.387363	
Adjusted R-squared	0.941022	S.D. dependent var	0.140260	
S.E. of regression	0.034063	Sum squared resid	0.061494	
Durbin-Watson stat	1.923947			

Se poate observa, în figura nr.38¹⁷⁵, că ecuația autoregresivă obținută explică foarte bine evoluția cursului valutar real în țările ECE.

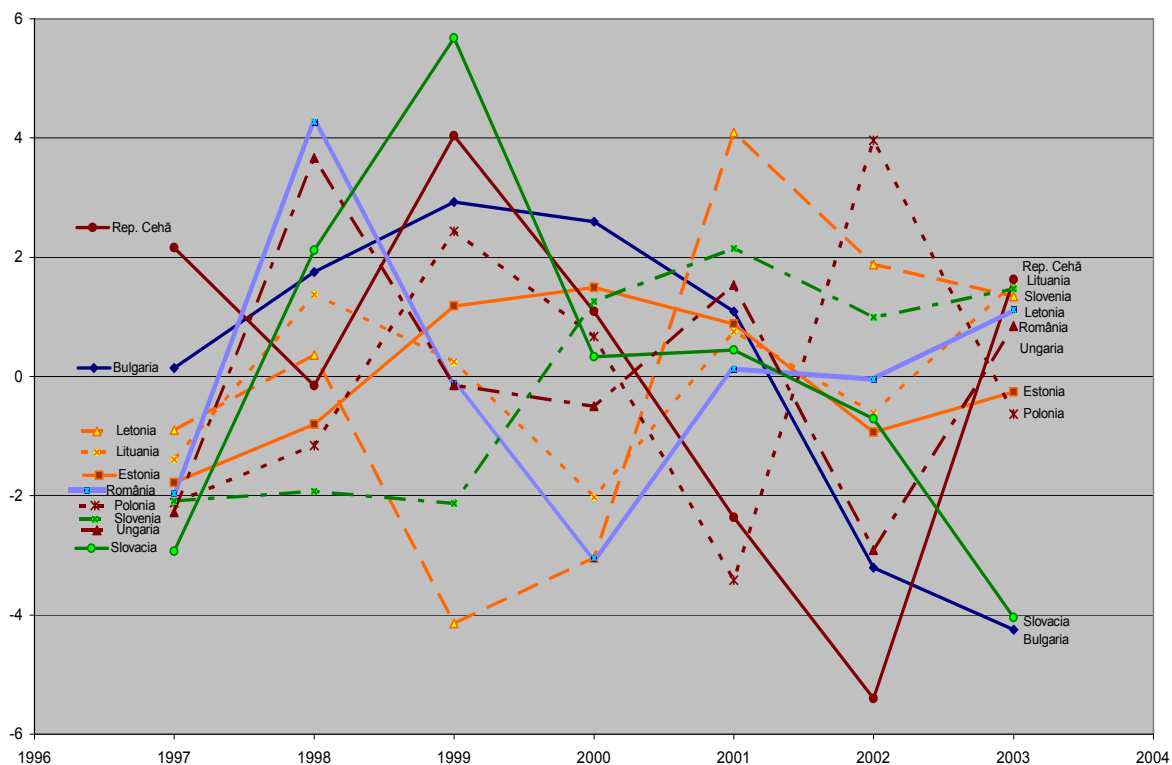
¹⁷⁵ Deși pentru estimarea ecuației (46) s-au utilizat logaritmi, pe grafice cursul valutar real (RER), cursul valutar real de echilibru (REER) și diferența dintre cei doi indicatori sunt exprimate în procente.

Figura nr. 38 – Evoluția RER și REER(1) în țările ECE



Diferența dintre cursul valutar real înregistrat de și cel estimat nu depășește $\pm 6\%$ în perioada de analiză, pentru nici una din țări, după cum se poate observa în figura nr.39.

Figura nr. 39 – Deviația RER față de REER(1) în țările ECE



La o analiză mai atentă, se observă, însă, că contribuția variabilelor exogene utilizate nu este foarte importantă. Dacă se utilizează o estimare simplă de tip autoregresiv $AR(1)^{176}$, se obțin coeficienți semnificativi, un $R^2 = 0,89$ și diferențe între nivelul înregistrat al cursului valutar real și nivelul de echilibru al acestuia de până la $\pm 10\%$.

Însă scopul acestei analize este de a descoperi variabilele fundamentale care explică evoluția cursului valutar real în țările ECE, trendul observat de apreciere reală, nu doar deviațiile cursului valutar real față de trend. Prin urmare s-a căutat *un alt model, care să nu conțină termeni autoregresivi ai cursului valutar*.

Evoluția cursului valutar real este explicată de convergența prețurilor, convergența salariilor, evoluția ratei șomajului, evoluția datoriei externe, cursul euro/dolar și stadiul de avansare a procesului de aderare.

¹⁷⁶ De exemplu, $LRER = C_1 + C_2 \times LRER(-1) + \varepsilon$

Ecuția obținută are forma următoare:

$$LRER = f(LPC^-, LSAL^-, LTCHO^-, LDET^+, LED^-, ACC^+) \quad (48)$$

- LPC are un semn negativ – odată cu convergența prețurilor din țările ECE spre nivelul prețurilor din UE, cursul valutar real se apreciază;
- LSAL are un semn negativ – odată cu creșterea salariilor medii din țările ECE (exprimate ca procent din salariile medii din UE), cursul valutar real se apreciază;
- LTCHO are un semn negativ – agravarea șomajului este asociată cu aprecierea cursului valutar real; ținând cont de situația țărilor ECE, în care procesul de tranziție nu era încheiat încă (în perioada de analiză), putem înțelege acest rezultat: în țările analizate rata șomajului a crescut ca urmare a reformelor ample necesare transformării economiei și a unei politici economice care a pus în prim plan obiectivul stabilității prețurilor – o politică monetară restrictivă (caracterizată de rate înalte ale dobânzii și intervenții masive având ca obiectiv sterilizarea excesului de lichidități) – elemente care au contribuit la aprecierea monedei naționale; astfel, rata șomajului poate fi considerată, în perioada de tranziție, ca un proxy pentru gradul de avansare a reformelor structurale (și eventual un proxy ce arată cât de restrictivă este politica monetară);
- LDET are un semn pozitiv – creșterea datoriei externe este asociată cu deprecierea reală a cursului valutar (creșterea gradului de îndatorare reduce încrederea în moneda națională);
- LED are un semn negativ, ca și în cazul precedent.

Acest model este prezentat în tabelele nr.51 și nr.52 (estimare neponderată și ponderată¹⁷⁷). R² este puțin mai scăzut decât în cazul modelului anterior, dar și acest model reușește să explice foarte bine evoluția cursului valutar real în țările ECE (a se vedea figura nr. 40 și figura nr.41).

¹⁷⁷ În cazul ecuației ponderate, indicatorul ACC nu a avut un coeficient semnificativ și, ca urmare, a fost eliminat din ecuație.

Tabelul nr. 51 – Model non-autoregresiv (estimare neponderată)

Dependent Variable: **LRER?**

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/23/04 Time: 13:44

Sample: 1996 2003

Included observations: 8

Number of cross-sections used: 10

Total panel (balanced) observations: 80

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPC?	-0.405198	0.092563	-4.377558	0.0000
LSAL?	-0.232509	0.045080	-5.157732	0.0000
LTCHO?	-0.063726	0.019837	-3.212463	0.0021
LDET?	0.032458	0.010814	3.001331	0.0038
LED	-0.120898	0.048663	-2.484386	0.0156
ACC?	0.028368	0.012410	2.285801	0.0256
Fixed Effects				
_BU--C	4.192740			
_ES--C	4.825327			
_LE--C	4.602826			
_LI--C	4.561549			
_PO--C	4.939594			
_CZ--C	4.841019			
_RO--C	4.294255			
_SK--C	4.725709			
_SN--C	5.390915			
_HU--C	4.830436			
R-squared	0.945185	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.932338	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.038963	Sum squared resid	0.097161	
F-statistic	220.7135	Durbin-Watson stat	1.324498	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabelul nr. 52 – Model non-autoregresiv (estimare ponderată)

Dependent Variable: **LRER?**

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 06/23/04 Time: 13:47

Sample: 1996 2003

Included observations: 8

Number of cross-sections used: 10

Total panel (balanced) observations: 80

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPC?	-0.418961	0.060101	-6.970995	0.0000
LSAL?	-0.276587	0.029652	-9.327695	0.0000
LTCHO?	-0.053493	0.009778	-5.470831	0.0000
LDET?	0.024605	0.004340	5.669904	0.0000
LED	-0.113665	0.018786	-6.050564	0.0000
Fixed Effects				
_BU--C	4.302405			
_ES--C	4.971240			
_LE--C	4.747986			
_LI--C	4.705645			
_PO--C	5.101615			
_CZ--C	5.002501			
_RO--C	4.413105			
_SK--C	4.870679			
_SN--C	5.591785			
_HU--C	4.994923			
Weighted Statistics				
R-squared	0.999876	Mean dependent var	5.993725	
Adjusted R-squared	0.999849	S.D. dependent var	3.245344	
S.E. of regression	0.039835	Sum squared resid	0.103142	
F-statistic	131073.2	Durbin-Watson stat	1.425208	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.937744	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.924335	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.041203	Sum squared resid	0.110351	
Durbin-Watson stat	1.308306			

Diferențele dintre cursul valutar real înregistrat de țările ECE și nivelul de echilibru al cursului valutar nu depășesc $\pm 6,5\%$ (cu excepția Letoniei, care prezenta în 1996 un curs subapreciat cu 12,16%, și a Slovaciei în 1999 – curs subapreciat cu 7,89%).

Figura nr. 40 – Evoluția RER și REER(2) în țările ECE

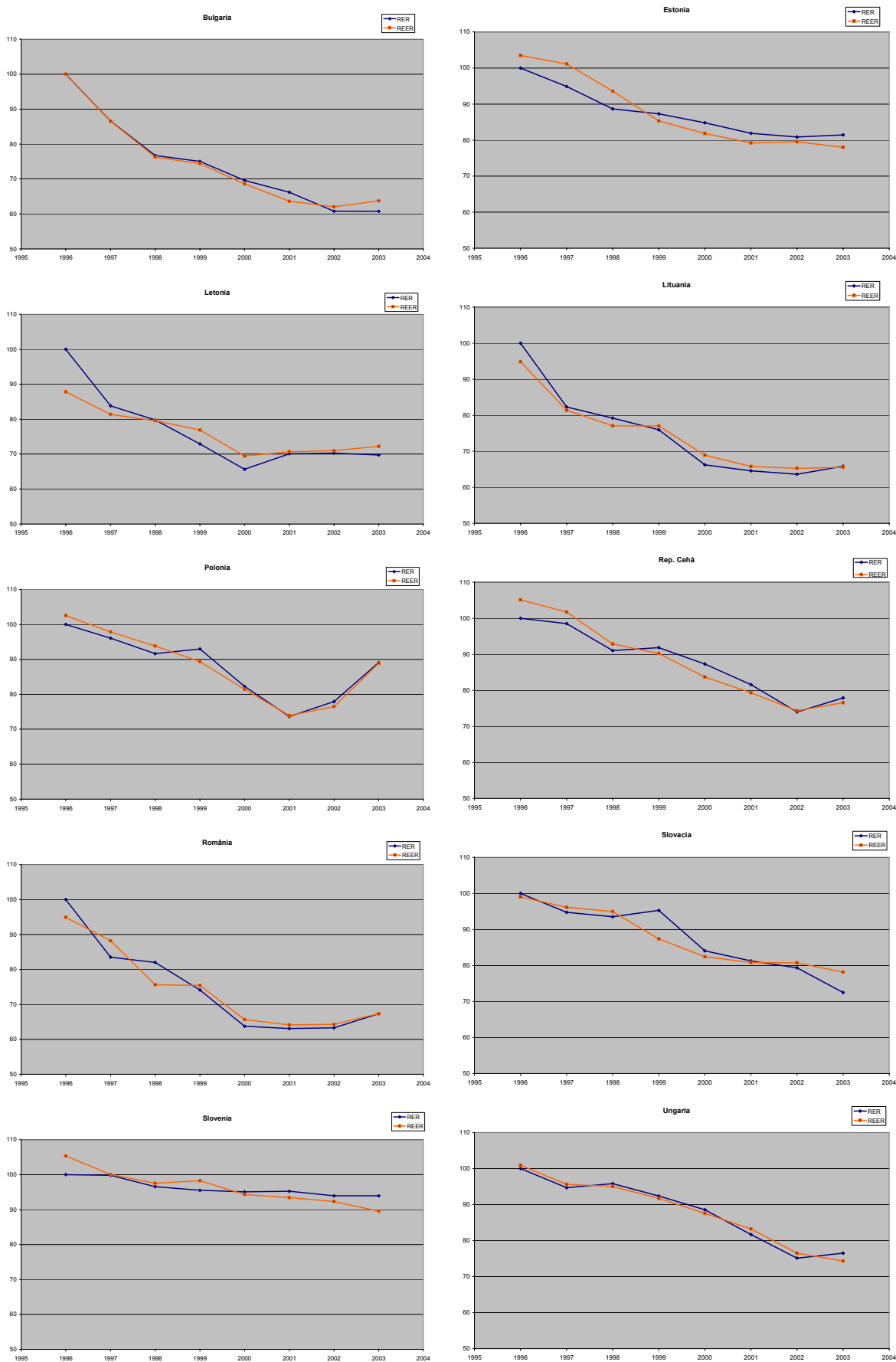
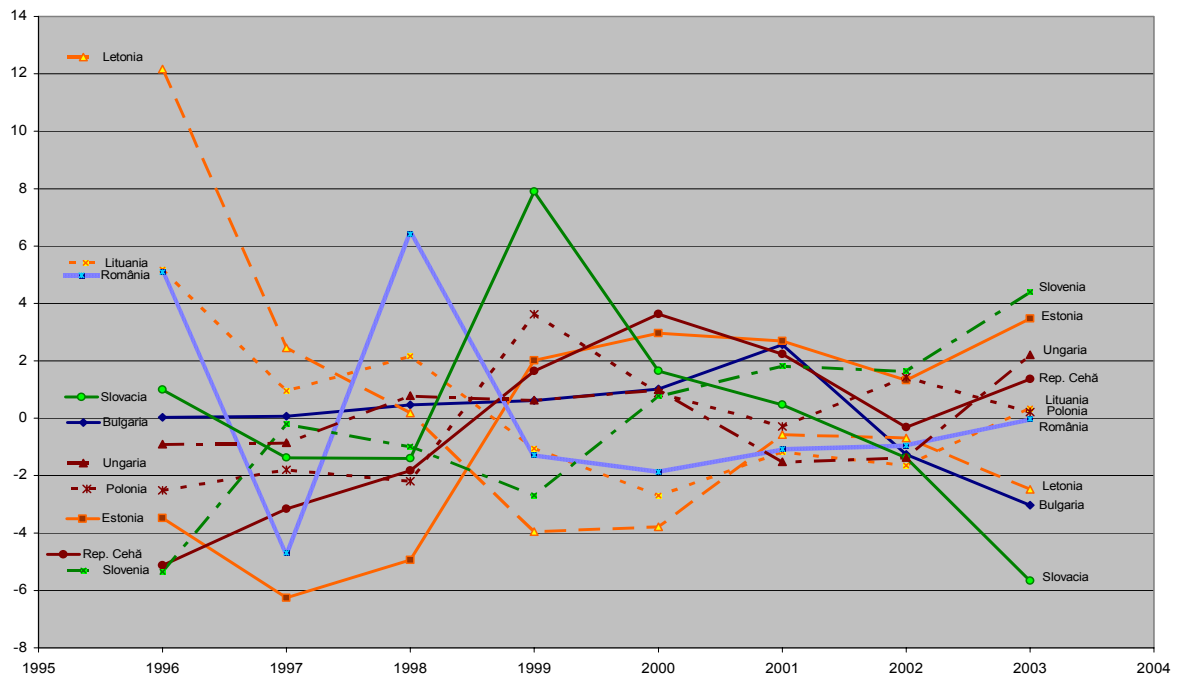


Figura nr. 41 – Deviația RER față de REER(2) în țările ECE



Deoarece relația dintre cursul valutar real și convergența prețurilor și a salariilor se manifestă în ambele sensuri (convergența prețurilor și a salariilor antrenează aprecierea reală a cursului valutar, dar și aprecierea cursului valutar contribuie în mod evident la creșterea prețurilor și a salariilor exprimate în euro), cele două variabile vor fi înlocuite în ecuația de determinare a cursului valutar de echilibru.

În cazul prețurilor, se poate considera că prețul bunurilor comercializabile se formează pe piețele internaționale și, prin urmare, se poate accepta ipoteza legii prețului unic pentru aceste bunuri. În acest context, convergența prețurilor ar fi determinată de creșterea prețurilor bunurilor necomercializabile, iar pentru acestea explicația cel mai des invocată este efectul Balassa-Samuelson. Se va înlocui deci, în ecuația (48), LPC cu LBS (raportul dintre IPP și IPC).

În cazul salariilor există ceea ce unii specialiști numesc „regula de aur”, care spune că evoluția salariilor trebuie să fie corelată cu evoluția productivității muncii, în sensul că ritmul de creștere a salariilor nu trebuie să depășească ritmul de creștere a productivității. În ecuația (48), s-a înlocuit LSAL cu LPL (raportul dintre PIB exprimat în prețuri constante și forța de muncă exprimată prin populația activă).

Evoluția cursului valutar real ar trebui să fie, deci, explicată de următorii factori: efectul Balassa-Samuelson, evoluția productivității muncii, evoluția ratei șomajului, a datoriei externe, a cursului euro/dolar și stadiul de avansare a procesului de aderare.

Se obține ecuația următoare:

$$LRER = f(LBS^+, LPL^-, LTCHO^-, LDET^+, LED^-, DR^-, ACC^+, FLEXD^+) \quad (49)$$

$$LRER = C + 0,3265695624*LBS - 0,282113027*LPL + 0,06687289515*LDET - 0,3141910651*LED - 0,1014187044*LTCHO - 0,00008694783967*DR + 0,1543917804*FLEXD + 0,04817047513*ACC \quad (50)$$

unde C este constanta specifică fiecărei țări.

- LBS are un semn pozitiv – *cu cât efectul Balassa-Samuelson este mai important, cu atât mai mult cursul valutar real are tendința de a se aprecia* (dacă efectul Balassa-Samuelson este prezent, prețurile bunurilor necomercializabile – incluse în IPC, dar nu și în IPP – cresc mai rapid decât prețurile bunurilor comercializabile, și ca urmare raportul IPP/IPC va fi subunitar; diminuarea raportului IPP/IPC – variabila BS în ecuație – semnifică o intensificare a efectului Ballassa-Samuelson, și este asociată unei aprecieri reale a cursului valutar);
- LPL are un semn negativ – *creșterea productivității este asociată aprecierii reale a cursului valutar;*
- Coeficienții variabilelor LTCHO și LED sunt negativi, iar cei ai variabilelor LDET și ACC pozitivi, ca și în cazurile precedente;
- DR are un semn negativ – *creșterea diferențialului ratelor reale ale dobânzii este asociată unei tendințe de apreciere a cursului valutar real;*
- FLEXD are un semn negativ – *țările care practică un regim valutar bazat pe cursuri fixe tind să înregistreze o apreciere mai puternică a monedei naționale.*

Testele efectuate au arătat că acestor variabile li se pot adăuga diferențialul ratelor reale ale dobânzii (DR) și dummy-ul FLEXD (aceste variabile sunt semnificative din punct de vedere statistic și contribuie la creșterea R²).

O altă posibilitate este de a înlocui DR cu oferta excesivă de monedă ME – se obțin și în acest caz coeficienți semnificativi pentru toate variabilele, dar R² este inferior valorii obținute în cazul precedent. Dacă se adaugă în ecuație cele trei variabile (DR, ME și FLEXD), oferta excedentară de monedă nu mai este semnificativă.

Estimarea aleasă (neponderată și ponderată) este prezentată în tabelele următoare.

Tabelul nr. 53 – Model bazat pe variabile fundamentale (estimare neponderată)

Dependent Variable: **LRER?**

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/25/04 Time: 11:57

Sample: 1996 2003

Included observations: 8

Number of cross-sections used: 10

Total panel (balanced) observations: 80

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LBS?	0.326570	0.141360	2.310199	0.0242
LPL?	-0.282113	0.106541	-2.647934	0.0103
LDET?	0.066873	0.011078	6.036516	0.0000
LED	-0.314191	0.071864	-4.372049	0.0000
LTCHO?	-0.101419	0.030474	-3.328014	0.0015
DR?	-8.69E-05	2.04E-05	-4.265047	0.0001
FLEXD?	0.154392	0.023283	6.631223	0.0000
ACC?	0.048170	0.017450	2.760471	0.0076
Fixed Effects				
_BU--C	4.214307			
_ES--C	4.561468			
_LE--C	4.402194			
_LI--C	4.356587			
_PO--C	4.397953			
_CZ--C	4.292417			
_RO--C	4.080809			
_SK--C	4.355573			
_SN--C	4.472288			
_HU--C	4.264831			
R-squared	0.894183	Mean dependent var		4.414589
Adjusted R-squared	0.865169	S.D. dependent var		0.149790
S.E. of regression	0.055002	Sum squared resid		0.187563
F-statistic	74.84542	Durbin-Watson stat		1.016746
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabelul nr. 54 – Model bazat pe variabile fundamentale (estimare ponderată)

Dependent Variable: **LRER?**
Method: GLS (Cross Section Weights)
Date: 06/25/04 Time: 11:57
Sample: 1996 2003
Included observations: 8
Number of cross-sections used: 10
Total panel (balanced) observations: 80
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LBS?	0.400786	0.134376	2.982567	0.0041
LPL?	-0.374224	0.079464	-4.709327	0.0000
LDET?	0.070688	0.006923	10.21006	0.0000
LED	-0.185369	0.050588	-3.664251	0.0005
LTCHO?	-0.108837	0.022520	-4.832942	0.0000
DR?	-8.49E-05	1.33E-05	-6.364435	0.0000
FLEXD?	0.173988	0.014025	12.40545	0.0000
ACC?	0.031089	0.013709	2.267791	0.0268
Fixed Effects				
_BU--C	4.260358			
_ES--C	4.627970			
_LE--C	4.471231			
_LI--C	4.419612			
_PO--C	4.440731			
_CZ--C	4.313163			
_RO--C	4.096550			
_SK--C	4.390874			
_SN--C	4.505219			
_HU--C	4.290143			
Weighted Statistics				
R-squared	0.998626	Mean dependent var	5.027403	
Adjusted R-squared	0.998249	S.D. dependent var	1.243343	
S.E. of regression	0.052024	Sum squared resid	0.167805	
F-statistic	6437.267	Durbin-Watson stat	1.233786	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.885021	Mean dependent var	4.414589	
Adjusted R-squared	0.853494	S.D. dependent var	0.149790	
S.E. of regression	0.057334	Sum squared resid	0.203804	
Durbin-Watson stat	1.067190			

Pentru această ecuație, R^2 este inferior, comparativ cu estimarea anterioară, dar valoarea sa depășește 0,89 (neponderat) și 0,998 (ponderat).

Diferențele dintre cursul valutar real înregistrat în țările ECE și nivelul de echilibru al acestuia sunt prezentate în graficele următoare. Se observă că diferențele sunt mai puternice decât în cazul precedent pentru anul 1996; începând cu 1997, însă, toate diferențele au fost inferioare limitei de $\pm 6,5\%$. În 2003, aceste diferențe s-au situat în intervalul (-4,3%; +2,6%).

Figura nr. 42 – Evoluția RER și REER(3) în țările ECE

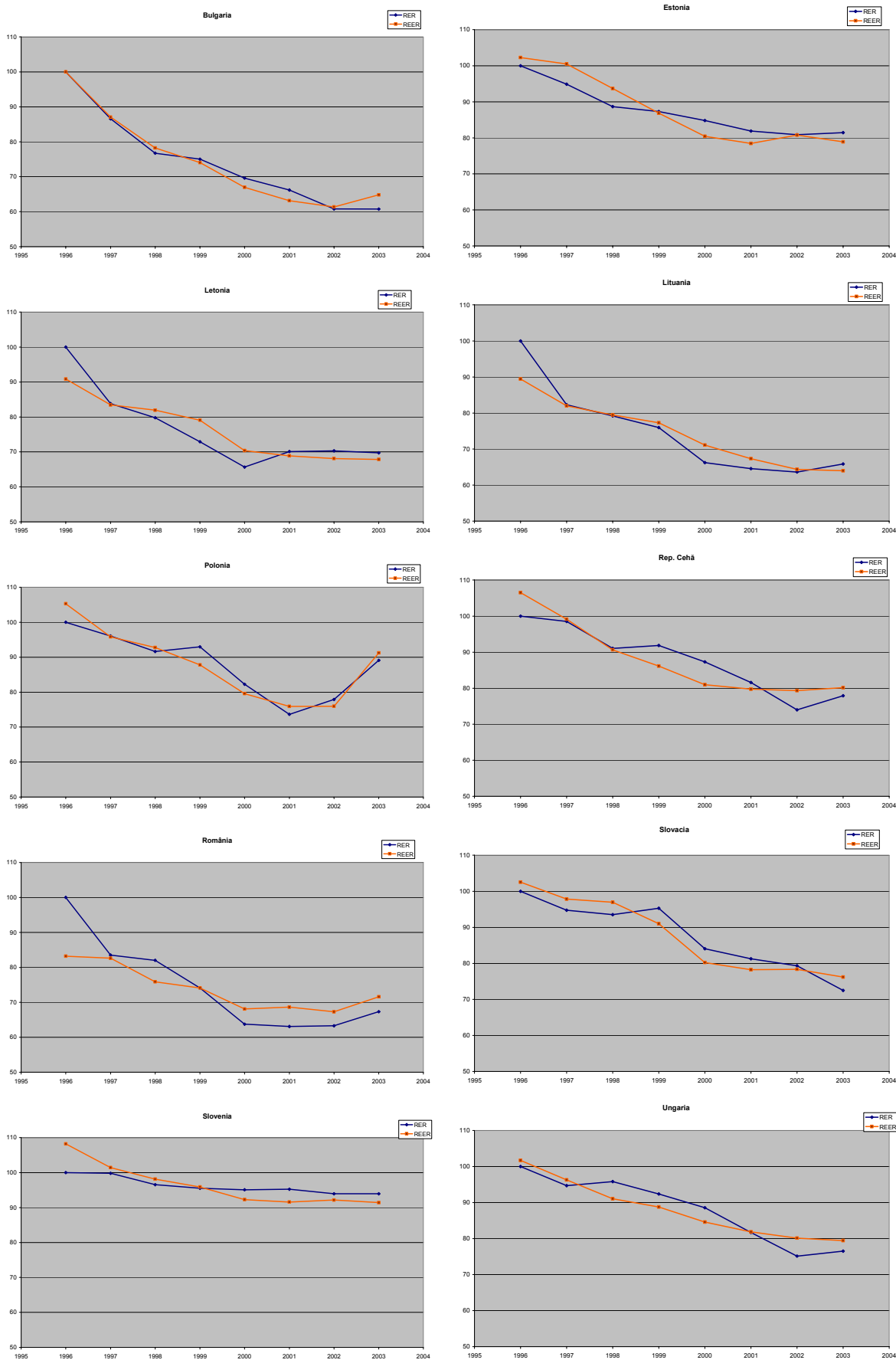
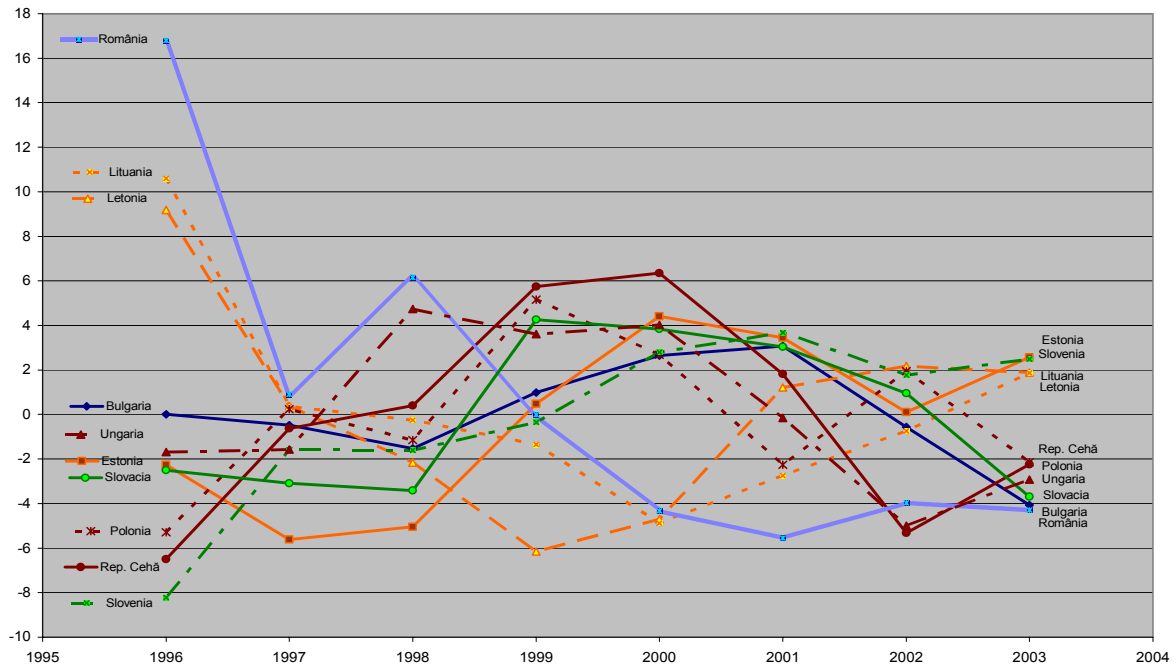


Figura nr. 43 – Deviația RER față de REER(3) în țările ECE



Pentru România regăsim diferențele cele mai mari. O posibilă explicație constă în faptul că efectul Balassa-Samuelson nu pare să fi fost prezent în România în perioada de analiză: raportul IPP/IPC este supraunitar în 6 ani din 8 (doar în 1998 și 1999 acest raport a fost subunitar)¹⁷⁸.

Ținând cont de această constatare, România a fost eliminată din POOL, pentru a vedea în ce măsură rezultatele obținute ar fi mai bune. Testele efectuate arată că, după eliminarea României, R^2 a crescut de la 0,894 la 0,919, dar ACC nu mai este semnificativ. Dacă se estimează din nou ecuația, fără ACC, celelalte variabile rămân semnificative, iar R^2 este de 0,916. Nu există, deci, o diferență foarte importantă față de estimarea efectuată pe grupul inițial de țări. Această constatare este contrară rezultatelor obținute de alți autori, care raportau o ameliorare semnificativă a rezultatelor după eliminarea României din POOL. Este posibil ca această diferență să fie rezultatul perioadei de analiză alese (mai recentă), semnalizând faptul că România a avansat suficient de mult pe calea tranziției și

¹⁷⁸ Trebuie menționat aici faptul că structura coșului de consum este mult diferită în România față de celelalte țări ECE; în România produsele de strictă necesitate au o pondere mult mai mare, iar serviciile au o pondere foarte redusă – 16%; ca urmare coșul de consum cuprinde în cea mai mare parte bunuri comercializabile, și în consecință indicatorul utilizat în această analiză ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson poate să nu surprindă corect efectul Balassa-Samuelson, chiar dacă acesta există.

reformelor pentru ca diferențele dintre țara noastră și celelalte țări ECE să nu mai fie semnificative.

O altă constatare este că diferențele între cursul valutar real și nivelul de echilibru al acestuia sunt foarte importante în 1996. Dacă se consideră ca perioadă de analiză perioada 1997-2003 (cu grupul inițial de zece țări), trebuie eliminat FLEXD, din cauza problemelor de tip „near singular matrix”; se obține un $R^2 = 0,923$, dar LBS nu mai este semnificativ. Dacă se elimină România din POOL, LBS redevine semnificativ, iar R^2 este 0,928, indicând o diferență de 0,034 față de ecuația inițială. Însă numărul observațiilor s-a redus la 63 (comparativ cu 80 în varianta inițială).

Testele econometrice arată, așadar, că vectorul Z , format din variabile fundamentale, care explică cel mai bine evoluția cursului valutar real pe termen mediu¹⁷⁹ cuprinde următoarele elemente: prețul relativ al bunurilor comercializabile și necomercializabile (aproximat prin BS), nivelul productivității muncii în economia națională (PL), rata șomajului (TCHO), datoria externă (DET), cursul valutar dintre euro și dolar (ED – care poate fi utilizat ca proxy pentru termenii comerțului exterior), diferențialul ratei reale a dobânzii (DR), gradul de avansare pe calea aderării la UE (ACC), gradul de flexibilitate a regimului de curs valutar adoptat (FLEXD). Expresia generală a vectorului Z este, deci, următoarea:

$$Z = (BS, PL, TCHO, DET, ED, DR, ACC, FLEXD) \quad (51)$$

6.3. CONCLUZII PRIVIND CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU ÎN ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST

Teoria PPC nu se verifică pe cazul țărilor ECE, nici în formă relativă și nici în forma restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile. Însă, conform teoriei PPC absolute, aprecierea reală a cursului valutar înregistrată de aceste țări este un fenomen de echilibru provocat de convergența prețurilor către nivelul prețurilor din zona euro.

Teoria parității ratelor dobânzii nu pare să se verifice pentru țările ECE, însă verificarea acesteia este dificil de realizat, în contextul indisponibilității datelor privind alte rate ale dobânzii decât cele de pe piața monetară.

¹⁷⁹ Perioada de analiză de doar 8 ani nu permite desprinderea unor concluzii clare privind evoluția pe termen lung a cursului valutar real.

Se poate stabili, însă, o legătură între evoluția cursului valutar real și numeroase variabile fundamentale din economie. Deși perioada scurtă de timp pentru care a fost realizată analiza nu permite efectuarea tuturor testelor econometrice necesare și nici stabilirea sensului relației de cauzalitate între RER și variabile exogene considerate (și, prin urmare, nu se poate afirma cu certitudine că evoluția RER este determinată de evoluția variabilelor respective) se poate totuși spune că evoluția cursului valutar real din țările ECE este conformă cu evoluțiile altor variabile economice fundamentale și, deci, nu este de natură să producă dezechilibre în economiile acestor țări.

Acest studiu arată că aprecierea cursului valutar real în țările ECE este justificată de evoluția variabilelor fundamentale din economie. Manifestarea efectului Balassa-Samuelson, creșterea productivității, reformele structurale și măsurile luate pentru reducerea inflației în limite controlabile (reflectede în creșterea ratei șomajului), variația datoriei externe, amplificarea diferențialului ratelor reale ale dobânzii și rigiditatea regimului valutar sunt factori importanți care contribuie la aprecierea reală a cursului valutar. Avansarea procesului de aderare tinde să contribuie, la rândul său, la aprecierea cursului valutar real. Acest aspect ce alimentează teama țărilor ECE de a intra în SME II, afectând negativ încrederea în capacitatea acestor țări de a menține cursul valutar la un nivel apropiat de cursul pivot stabilit în cadrul SME II timp de minim 2 ani. Rezultatele acestui studiu trebuie interpretate cu mare atenție, din cauza disponibilității scăzute a datelor – reflectată într-un număr redus de observații, o perioadă scurtă de analiză, serii prea scurte pentru efectuarea unor mai multe teste (problemă comună a tuturor studiilor efectuate pe țările ECE).

În 2003, în conformitate cu evoluția variabilelor fundamentale, cursul valutar real ar fi trebuit să se aprecieze mai mult în țările baltice (unde regimurile valutare fixe însoțite de o rată a inflației foarte scăzută – chiar negativă în unele cazuri – au împiedicat o astfel de evoluție) și în Slovenia (țară care practică flotarea controlată, intervențiile având ca scop menținerea constantă a nivelului cursului valutar real). Celelalte țări analizate au avut, în 2003, cursuri valutare reale ușor supra-apreciate în raport cu nivelul indicat drept nivel de echilibru de către variabilele analizate. Dar aceste deviații ale RER față de nivelul de echilibru nu au o amplitudine mare, iar, ca urmare, se poate considera că, în linii mari, cursul de schimb format pe piețele valutare reflectă cursul valutar de echilibru pentru aceste țări. În consecință, acest curs format pe piață poate fi ales drept curs pivot față de euro pentru țările analizate.

Von Hagen și Zhou (2003) arată că modul în care s-a făcut trecerea la euro în 1999 a fost foarte bine ales: proprietățile stabilizatoare ale unei strategii de conversie bazate pe

rate de conversie preanunțate și benzi largi de fluctuație au fost demonstrate de De Grawe și al. (1999). Reancorarea litasului lituanian la euro în 2002 s-a făcut în același mod.

Probabil și pentru stabilirea cursului pivot față de euro în cadrul SME II și pentru stabilirea ratei de conversie în euro a monedelor naționale ale țărilor ECE (în momentul intrării acestora în UEM) o astfel de strategie ar fi optimă din punct de vedere economic. Von Hagen și Zhou (2003) arată că pentru a asigura succesul conversiei monedelor naționale în euro, țările ECE ar trebui să stabilească rata de conversie în momentul în care le este comunicată decizia de acceptare în UEM sau chiar înainte. Ulterior, cursul de schimb format liber pe piața valutară va tinde către nivelul anunțat, cu condiția ca rata de conversie anunțată să fie credibilă și apropiată de nivelul de echilibru a cursului de schimb, iar banca centrală să se abțină de la intervenții după anunțarea ratei de conversii până în ziua dinaintea adoptării euro ca monedă națională.

Instituțiile comunitare nu agreează însă ideea anunțării unilaterale de către țările ECE a unui curs pivot, nici măcar sub forma unui curs pivot dorit (ca obiectiv). Se insistă asupra faptului că procedura de stabilire a cursului pivot trebuie respectată. Pentru țările care au aderat la SME II în iunie 2004, cursul pivot a fost comunicat în ziua aderării la acest mecanism de schimb. Totuși, trebuie remarcat că în alegerea cursului pivot s-a încercat evitarea oricăror tensiuni inutile: cursul pivot stabilit a fost cursul la care erau ancorate coroana estoniană și litasul lituanian la euro în cadrul consiliilor monetare din aceste țări și respectiv cursul de schimb de pe piață la data respectivă pentru tolarul sloven. Această decizie evidențiază convingerea instituțiilor comunitare că, în cele trei țări ECE, cursul valutar format pe piață reflectă suficient de bine cursul valutar de echilibru și, deci, acest curs poate fi menținut în continuare ca și curs pivot în cadrul SME II.

În ceea ce privește stabilirea ratelor de conversie în euro, instituțiile comunitare insistă asupra faptului că procedura de stabilire a acestora și instituțiile implicate sunt altele decât în cazul stabilirii cursului pivot în cadrul SME II și, ca urmare, nu există nici un motiv pentru a putea considera „a priori” că, în cazul țărilor ECE, cursul pivot inițial va rămâne și rată de conversie în euro. De altfel cazul țărilor membre ale zonei euro (inclusiv al Greciei) arată clar că cele două cursuri pot fi diferite.

Este însă de dorit ca, atât în cazul stabilirii cursurilor pivot pentru participarea țărilor ECE la SME II, cât și în cazul stabilirii ratelor de conversie în euro, instituțiile implicate să adopta decizii bine fundamentate din punct de vedere economic, pentru a evita pe cât posibil apariția oricăror tensiuni.

VII. CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU ÎNTRE LEU ȘI EURO

Pornind de la analiza prezentată în capitolul anterior, s-a încercat realizarea unui model econometric de determinare a cursului valutar de echilibru între leu și euro. Pentru România, au fost disponibile date cu frecvență mai ridicată (lunară), prin utilizarea cărora a fost posibilă o analiză a cursului valutar de echilibru pe baza unei serii temporare. În modul acesta pot fi testate ipotezele modelului utilizat și sensul legăturilor cauzale (în cazul în care astfel de legături există) între variabile.

Perioada de analiză a fost ianuarie 1999 – martie 2004. Este o perioadă destul de scurtă (doar 63 de observații), însă datele prezintă un grad ridicat de omogenitate. Înainte de 1999, economia românească a fost afectată de numeroase șocuri, care au avut efecte puternice și asupra cursului de schimb (spre exemplu criza financiară din 1998 sau liberalizarea operațiunilor valutare curente în 1997 care a determinat o depreciere atât de puternică și de bruscă a leului încât unii economiști au clasificat acest episod drept criză valutară). În plus, ianuarie 1999 marchează apariția euro¹⁸⁰ și în același an autoritățile monetare din România au adoptat o strategie de dezinflație menținută până în prezent.

Ca variabilă endogenă, s-a utilizat cursul valutar real dintre leu și euro¹⁸¹, calculat pe baza diferențialului de inflație dintre România și zona euro (calculat cu ajutorul celor doi

¹⁸⁰ Apariția monedei unice europene a constituit în mod sigur un șoc important pentru economiile europene, constituind un punct de discontinuitate; utilizarea unei perioade de analiză mai lungi, cu începere înainte de ianuarie 1999, poate fi supusă „criticii Lucas”.

¹⁸¹ Într-o evaluare a RER pentru România, în 2003, FMI calcula cursul valutar real efectiv, principalii parteneri comerciali ai României luați în considerare în studiu fiind: Austria, Franța, Germania, Grecia, Olanda, Italia, Marea Britanie și SUA; șase din cei opt parteneri considerați fac parte din zona euro. Înlocuind acest curs valutar real efectiv prin cursul valutar real față de euro au fost excluse Marea Britanie și SUA, însă au fost adăugate celelalte șase țări ale zonei euro, a căror pondere în comerțul exterior al României este însemnată.

indici de prețuri folosiți și în capitolul anterior: IPC și IPP). Structura comerțului exterior al României justifică utilizarea acestui indicator (ca proxy pentru cursul valutar real efectiv), deoarece ponderea zonei euro în comerțul exterior românesc a fost ridicată (peste 60%) și a prezentat o tendință de creștere în această perioadă.

Într-o primă fază, a fost testată valabilitatea teoriei PPC și a teoriei parității ratelor dobânzii pentru cazul individual al României. Pentru determinarea cursului valutar de echilibru dintre leu și euro, s-a utilizat un model similar celui folosit în capitolul anterior, de tip BEER, însă vectorul Z a fost reestimat în funcție de datele disponibile și de rezultatele testelor statistice.

7.1. EVOLUȚIA CURSULUI VALUTAR REAL AL LEULUI

S-a analizat evoluția cursului valutar real al leului, constatându-se că, în cazul României, RER(IPC) s-a apreciat în ultimii ani mai puțin decât RER(IPP). Diferența dintre cei doi indicatori s-a mărit aproape continuu. Ca urmare prezența efectului Balassa-Samuelson în economia românească poate fi pusă sub semnul întrebării.

7.1.1. Evoluția cursului valutar real calculat pe baza evoluției prețurilor de consum

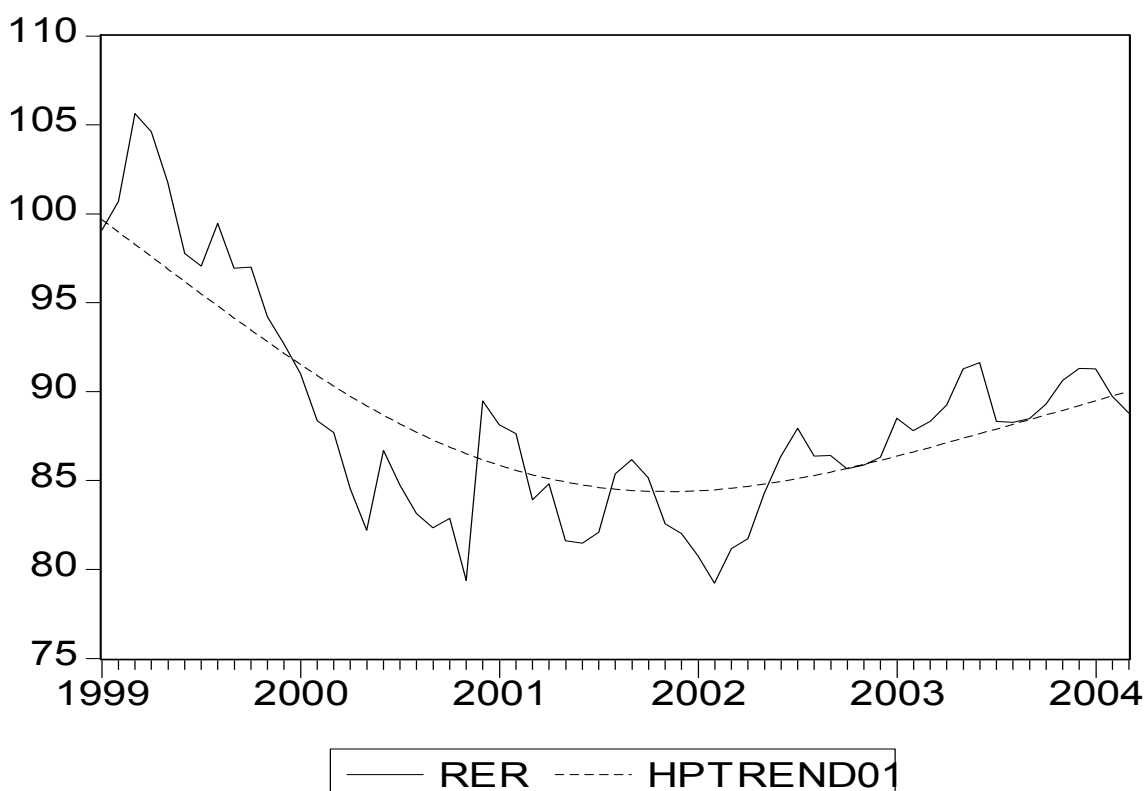
În prezent, în cadrul regimului de flotare controlată, BNR supraveghează evoluția monedei naționale în raport cu un coș valutar format din euro (75%) și dolar american (25%). Obiectivul declarat este de a permite o apreciere sustenabilă a cursului valutar real al leului în raport cu acest coș valutar; practic, s-a permis o apreciere reală anuală de 2-2,5% în raport cu coșul valutar menționat¹⁸². Cum în ultima perioadă euro s-a apreciat puternic față de dolarul american, aprecierea reală a leului în raport cu euro a fost mai redusă decât cea înregistrată în raport cu coșul valutar – uneori chiar negativă: începând cu anul 2002 se poate observa o tendință de depreciere reală a leului față de euro.

Evoluția RER(IPC) și trendul acesteia (determinat cu ajutorul unui filtru Hodrick-Prescott) este reprezentată grafic în figura nr.44. Se poate observa că RER s-a apreciat mai

¹⁸² Conform declarațiilor BNR această rată de apreciere reală anuală este rezultatul creșterii sistematice a productivității și manifestării efectului Balassa-Samuelson, care apare în mod natural în contextul convergenței la UE, ea nefiind o țintă stabilită în mod arbitrar de către banca centrală.

puternic față de euro în prima parte a perioadei de analiză (ianuarie 1999 – începutul anului 2001). Trebuie amintit că, înainte de 2001, autoritățile române au utilizat dolarul american ca monedă de referință (și în această perioadă euro s-a depreciat față de dolar). Începând cu martie 2001 moneda de referință a fost euro.

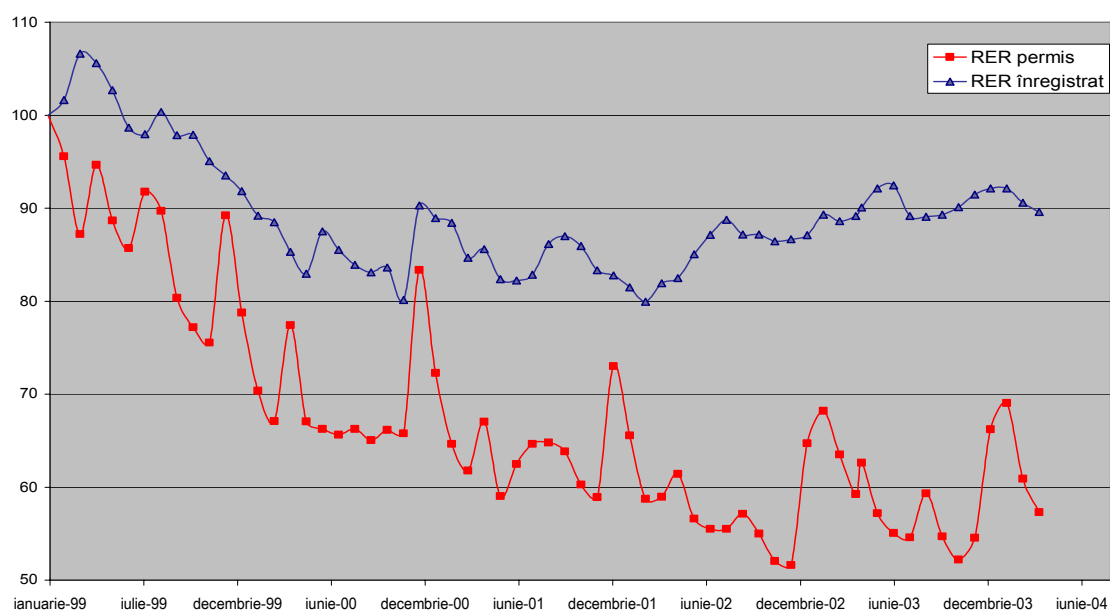
Figura nr. 44 - Trendul evoluției cursului valutar real RER(IPC)



Conform BNR, evoluția cursului valutar real efectiv trebuie să respecte o „regulă de aur”, care stabilește că rata de creștere a productivității trebuie să fie cel puțin egală cu suma dintre rata de creștere a salariilor reale și aprecierea reală a monedei.

După cum se poate observa în figura nr.45, „regula de aur” a fost respectată în permanență: aprecierea RER a fost mai modestă decât aprecierea reală maximă, permisă de aplicarea „regulii de aur”.

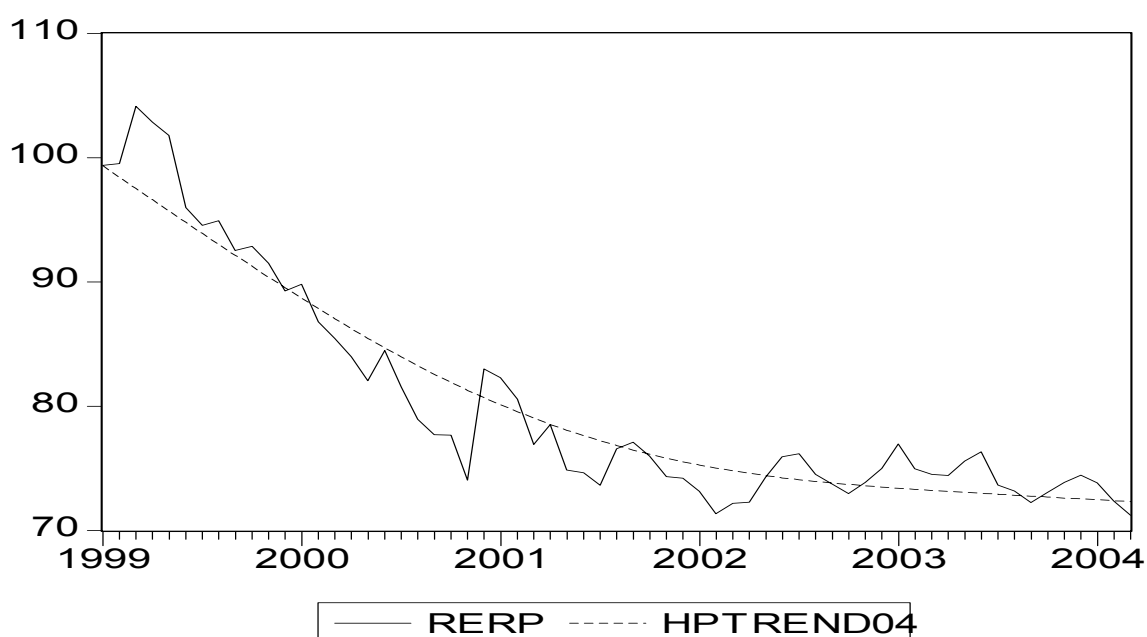
Figura nr. 45 – Evoluția RER și aprecierea reală maximă permisă de „regula de aur”



7.1.2. Evoluția cursului valutar real calculat pe baza evoluției prețurilor de producție

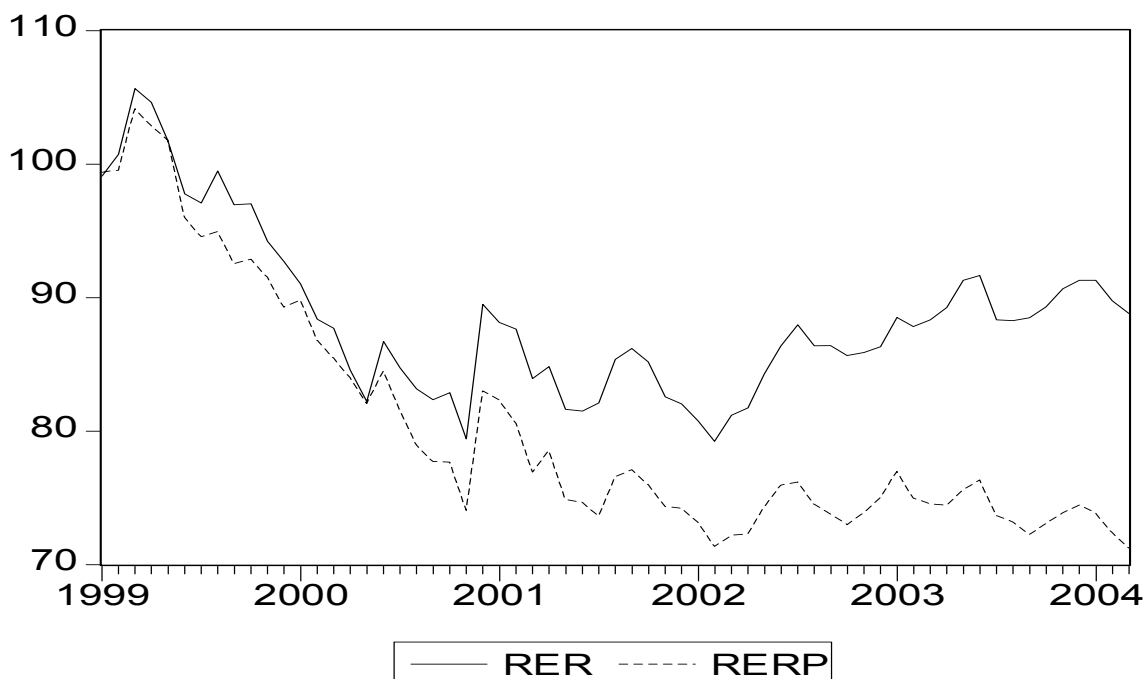
Așa cum se poate observa din graficul următor, RER(IPP) prezintă o tendință permanentă de apreciere reală față de euro în perioada de analiză.

Figura nr. 46 - Trendul evoluției cursului valutar real RER(IPP)



Se observă că, în contradicție cu evoluția considerată normală de teoria economică, în țara noastră cursul valutar real calculat în funcție de evoluția prețurilor de producție s-a apreciat mai puternic decât cursul calculat în funcție de evoluția prețurilor de consum.

Figura nr. 47 – Evoluția cursului valutar real al leului



unde RERP se referă la RER(IPP) – RERP este notația folosită în Eviews, programul nepermițând utilizarea unor caractere speciale (paranteze) în cadrul notațiilor utilizate pentru variabile.

7.1.3. Efectul Balassa-Samuelson în România

În perioada analizată, raportul dintre IPP și IPC a crescut continuu, ajungând la nivelul de 1,25 în martie 2004. Doar în 20 de luni din cele 63 cuprinse în perioada de analiză, prețurile de consum au crescut mai puternic decât prețurile de producție. Acest rezultat este similar cu cel obținut în analiza realizată în POOL.

Desigur, raportul utilizat este un proxy imperfect pentru reflectarea efectului Balassa-Samuelson¹⁸³. În cazul României fiind disponibile date cu privire la evoluția diferitelor categorii de prețuri, s-au calculat și alți indicatori care în mod teoretic, reflectă

¹⁸³ Cu toate acestea indicatorul BS a permis evidențierea prezenței efectului Balassa-Samuelson în țările ECE – cu excepția României – în analiza realizată în POOL.

efectul Balassa-Samuelson (pentru a vedea dacă rezultatele menționate au fost provocate de absența efectului Balassa-Samuelson în România sau de imperfecțiunile indicatorului utilizat ca proxy).

Un alt indicator utilizat ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson a fost raportul dintre IPP și indicele prețurilor serviciilor (IPS). Se consideră că prețurile de producție reprezintă prețurile bunurilor consumabile, în timp ce prețurile serviciilor reflectă prețurile bunurilor necomercializabile. Pentru perioada de analiză, raportul menționat (notat cu BS1, pentru a-l putea diferenția de indicatorul anterior utilizat pentru reflectarea efectului Balassa-Samuelson) a ajuns la valoarea 0,94 în martie 2004. Acest rezultat este, însă, urmarea unei creșteri mult mai rapide a prețurilor serviciilor decât a prețurilor de producție în 1999. Începând cu al doilea semestru al anului 2000, indicatorul BS1 prezintă însă o tendință de creștere. Din cele 63 de luni cuprinse în perioada de analiză, doar în 23 de luni IPP a fost inferior IPS. Ca urmare, nici utilizarea acestui indicator nu permite evidențierea efectului Balassa-Samuelson în România (în perioada de analiză).

În figura nr.48, este prezentată evoluția BS și trendul de evoluție obținut prin aplicarea unui filtru Hodrick-Prescott. Figura nr.49 prezintă evoluția BS1 și trendul evoluției acestui indicator.

Figura nr. 48 - Trendul evoluției indicatorului BS

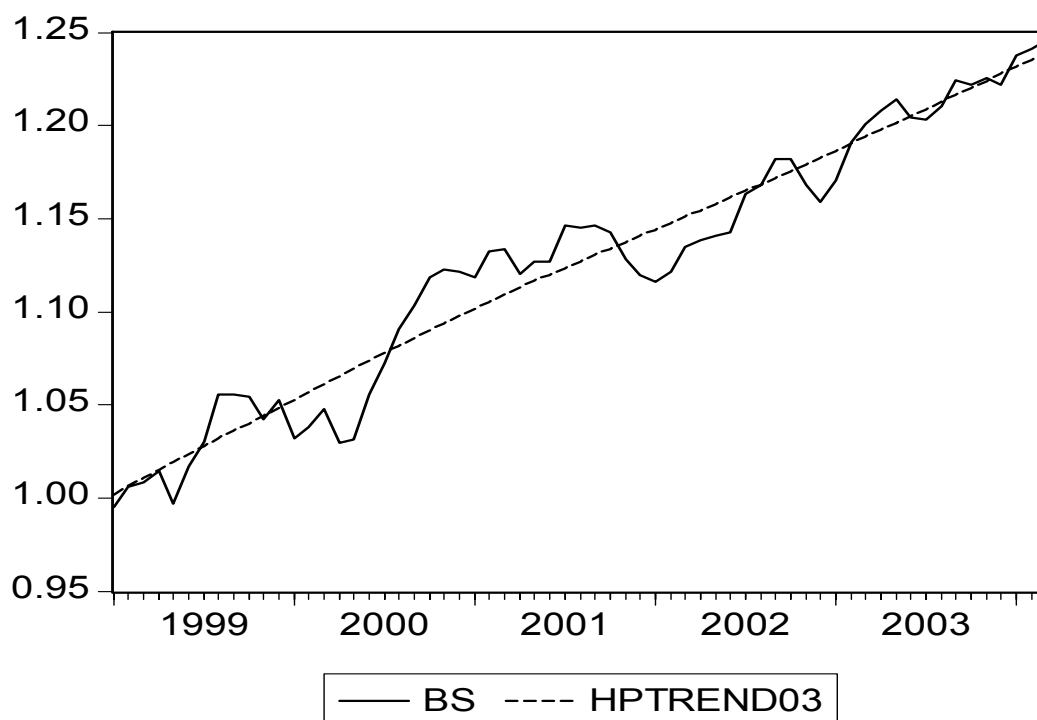
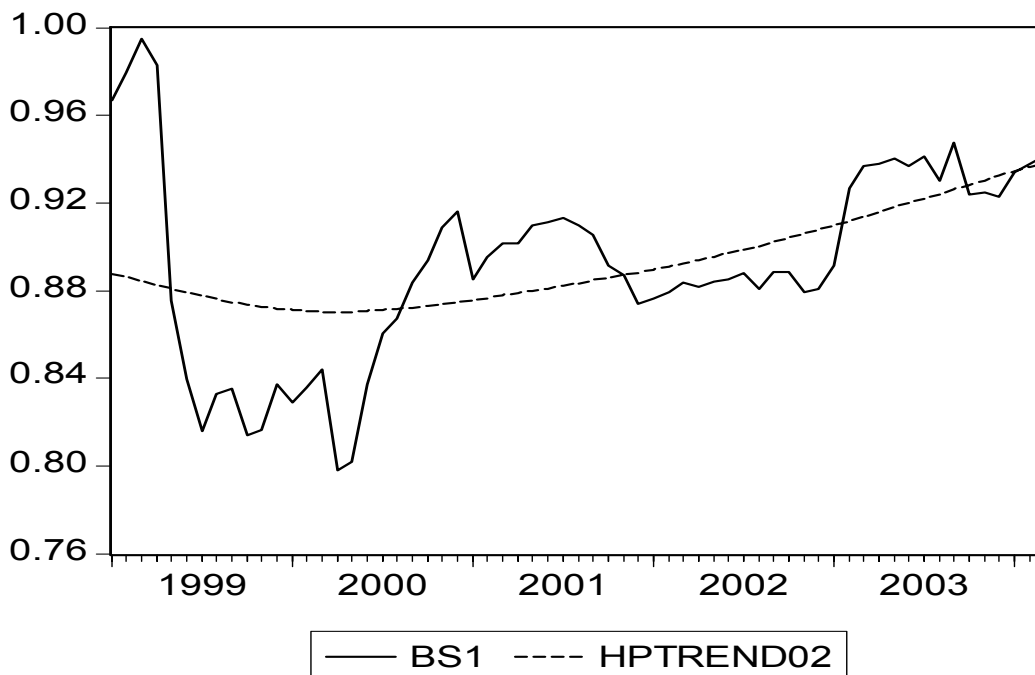


Figura nr. 49 - Trendul evoluției indicatorului BS1



Aceste rezultate contrazic rezultatele altor studii (la care BNR face referire), care pun în evidență existența efectului Balassa-Samuelson în România și chiar importanța mai mare a acestui efect în țara noastră comparativ cu alte țări ECE. Ca explicații posibile ale acestor diferențe, se pot menționa:

- perioada de analiză diferită (și pentru perioada de analiză utilizată în acest studiu efectul Balassa-Samuelson pare a fi prezent în anul 1999);
- modul de delimitare a bunurilor comercializabile și necomercializabile: frecvent se consideră a fi bunuri necomercializabile serviciile de tipul construcții, comerț, serviciu bancare, poștă și telecomunicații; o astfel de abordare exclude din categoria bunurilor necomercializabile principalele utilități publice, care prezintă o evoluție aparte a prețurilor (electricitate, apă, termoficare).

Convenția utilizată în acest studiu, de a considera IPP ca reprezentând exclusiv evoluția prețurilor bunurilor comercializabile și IPS ca reprezentând exclusiv evoluția prețurilor bunurilor necomercializabile nu permite nici ea o evaluare exactă a efectului Balassa-Sameulson, dar este mai precisă decât utilizarea raportului dintre IPP și IPC.

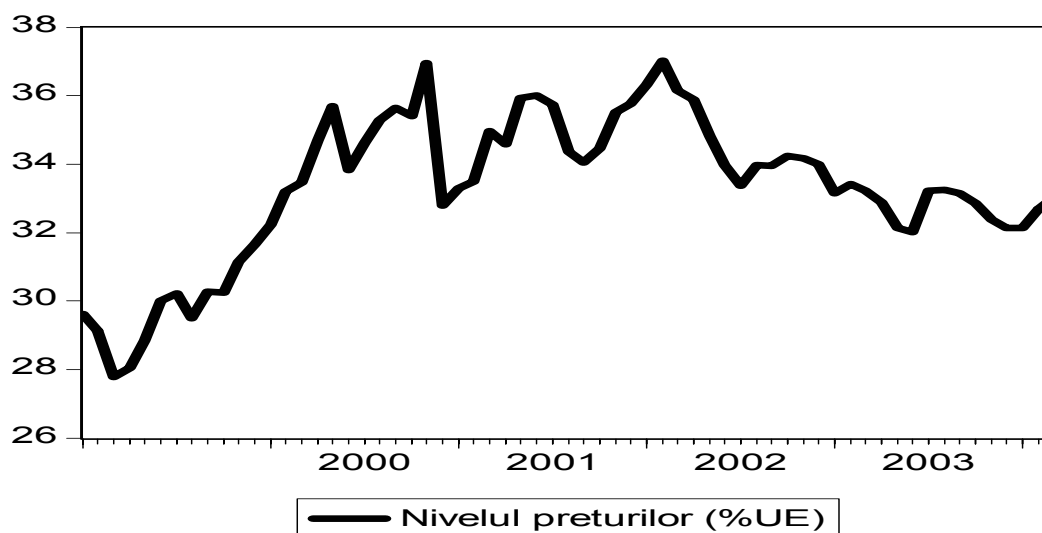
7.2. VERIFICAREA TEORIEI PARITĂȚII PUTERILOR DE CUMPĂRARE ȘI A TEORIEI PARITĂȚII RATELOR DOBÂNZII

7.2.1. Verificarea teoriei parității puterii de cumpărare

Pentru verificarea teoriei PPC absolute, nu s-au găsit date disponibile privind nivelul prețurilor în România exprimat în funcție de nivelul prețurilor din UEM. Pentru a putea totuși verifica validitatea acestei teorii, s-a considerat că nivelul prețurilor în România, (exprimat ca procent din nivelul prețurilor din UEM) aferent anului 1998 (utilizat în analiza efectuată în POOL) este valabil pentru sfârșitul anului 1998 și s-a calculat evoluția nivelului prețurilor în continuare, pentru perioada ianuarie 1999 – martie 2004.

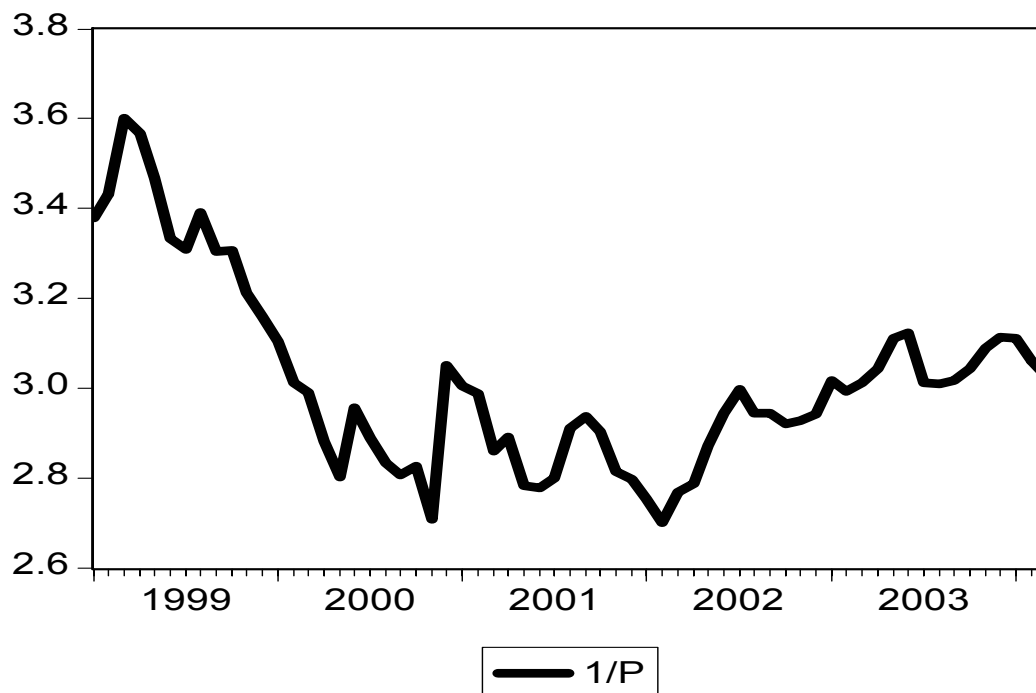
Conform calculelor efectuate pentru analiza în POOL (prezentată în capitolul VI), în 1998 nivelul prețurilor în România era de 29,3364% din nivelul prețurilor din UEM. Evoluția ulterioară este prezentată în figura următoare.

Figura nr. 50 – Evoluția prețurilor în România (% din nivelul prețurilor din UEM)



Ca urmare, evoluția raportului 1/P, utilizat pentru verificarea teoriei PPC absolute sugerează o apropiere de 1 în prima parte a perioadei de analiză (corespunzătoare aprecierii reale a leului); în a doua parte a perioadei de analiză raportul 1/P s-a îndepărtat de valoarea 1. După ce s-a redus de la 3,38 la 2,80 în perioada ianuarie 1999 – mai 2000, raportul 1/P s-a menținut în intervalul (2,7; 3) până la sfârșitul anului 2002, după care a urcat la valori mai mari decât 3 (începând cu martie 2003 valoarea raportului 1/P nu a mai coborât sub 3).

Figura nr. 46 – Evoluția raportului 1/P



Astfel *teoria PPC absolute nu este verificată de cursul valutar real dintre leu și euro* în perioada ianuarie 1999 – martie 2004, iar evoluția cursului începând cu anul 2002 pare să se îndepărteze de evoluția teoretică a cursului valutar real de echilibru.

După cum se poate observa cu ușurință din evoluția RER(IPC), *teoria PPC relative nu este nici ea verificată*, deși trendul evoluției cursului valutar real nu este foarte diferit de cel presupus de această teorie.

Evoluția RER(IPP) arată că *nici pentru sectorul bunurilor comercializabile teoria PPC nu se verifică*.

7.2.2. Verificarea teoriei parității ratelor dobânzii

Și în cazul României, verificarea teoriei parității ratelor dobânzii s-a realizat în același mod ca și pentru analiza în POOL, adică pe baza diferențialului ratelor dobânzii de pe piața interbancară.

Figura nr. 52 – Verificarea teoriei parității ratelor dobânzii

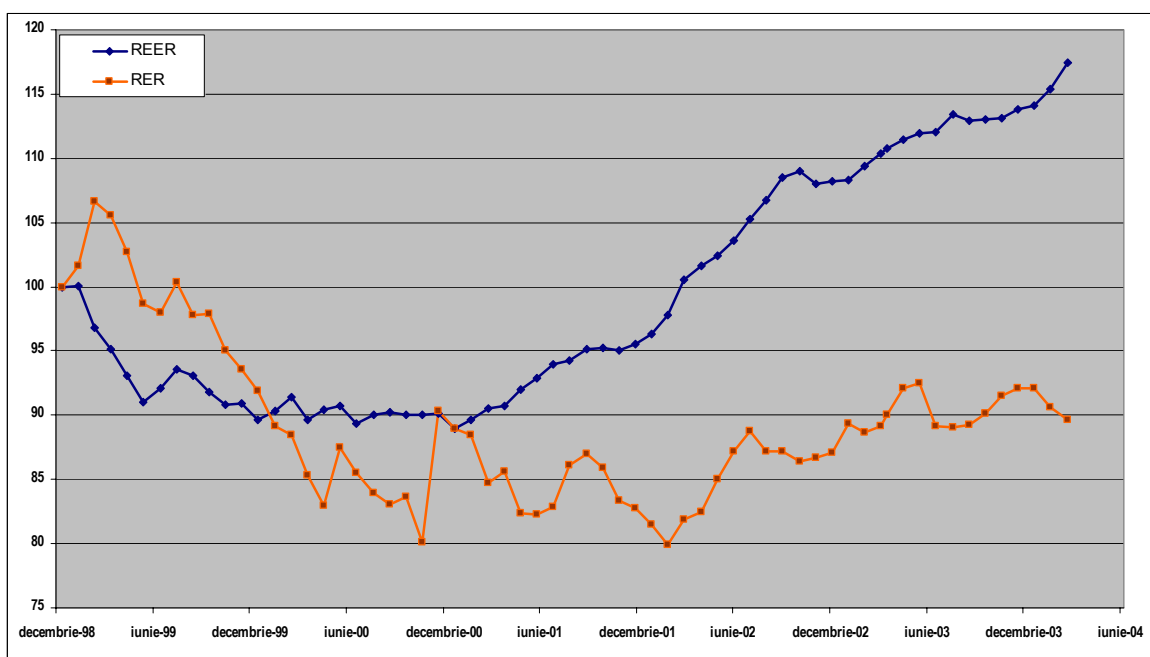
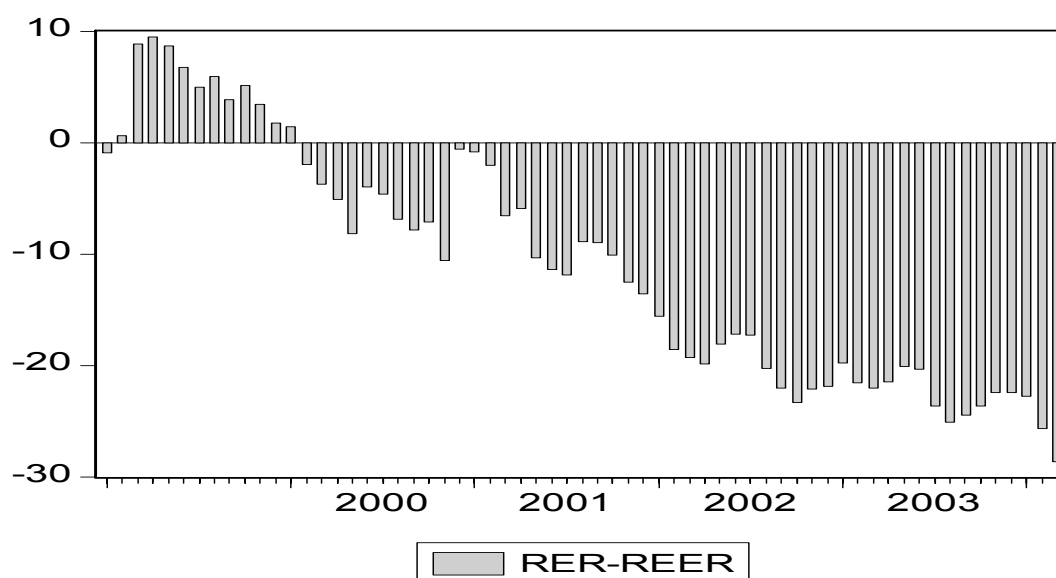


Figura nr. 53 – Deviația cursului valutar real față de nivelul de echilibru indicat de teoria parității ratelor dobânzii (%)



Conform teoriei parității ratelor dobânzii, cursul valutar real al leului ar fi trebuit să se deprecieze destul de puternic începând cu anul 2001. Evoluția cursului valutar real s-a distanțat tot mai mult de evoluția cursului de echilibru indicat de această teorie. Ca urmare, se poate afirma că nici teoria parității ratelor dobânzii nu se verifică în cazul României (pentru perioada de analiză considerată).

7.3. STUDIU ECONOMETRIC

7.3.1. Variabile utilizate

S-a încercat utilizarea aceluiași variabile ca și în cazul analizei anterioare (în POOL), însă nu toate variabilele sunt disponibile cu frecvență lunară.

Variabile exogene testate (pentru care datele erau disponibile) se referă la:

- situația externă
 - soldul balanței comerciale, exprimat în dolari (BC),
 - soldul contului curent, exprimat în dolari (CC),
 - datoria externă, exprimată în dolari (DET),
 - datoria externă, exprimată în euro (DETE);
- situația finanțelor publice
 - soldul bugetar (BG),
 - creditul guvernamental (CRG);
- rata dobânzii
 - rata dobânzii de referință, în termeni reali (R),
 - diferențialul ratei dobânzii în raport cu rata dobânzii practică de BCE la principalele operațiuni de refinanțare (DR);
- productivitatea – măsurată prin raportul dintre valoarea producției industriale și numărul de salariați din economie (PL);
- aprecierea reală maximă permisă în contextul respectării „regulii de aur” (GR)¹⁸⁴
- raportul dintre IPP și IPC – ca proxy pentru efectul Balassa-Samuelson – pentru România (BS) și pentru zona euro (BSUE);
- raportul dintre IPP și indicele prețurilor serviciilor (BS1);
- cursul de schimb dintre euro și dolarul american (ED);
- evoluția agregatelor monetare
 - evoluția M0 în termeni reali (M0),
 - evoluția M2 în termeni reali (M2);

¹⁸⁴ Calculată ca diferență între creșterea productivității și creșterea reală a salariilor.

- oferta excedentară de monedă, definită ca rată de creștere reală a ofertei de monedă (măsurată prin M0 și respectiv M2), superioară ratei de creștere a producției industriale (MOE și respectiv ME);
- evoluția producției industriale (Q);
- evoluția salariului mediu real (SAL);
- evoluția rezervelor internaționale totale (RZV) și a rezervelor deținute de către BNR (RZVB);
- șomajul – s-a utilizat atât rata șomajului (TCHO), cât și evoluția numărului de salariați (S)¹⁸⁵

În continuare, s-a utilizat aceeași convenție ca și în studiu precedent: utilizarea literei „L” în fața notației pentru o variabilă, atunci când variabila este în formă logaritmică. În plus, fiind vorba de date lunare, pentru unele serii (care prezentau fluctuații sezoniere), s-au utilizat literele SA după notația utilizată pentru o variabilă, în cazul în care variabila a fost ajustată pentru a exclude fluctuațiile sezoniere (în cazul utilizării unei serii „seasonally adjusted”).

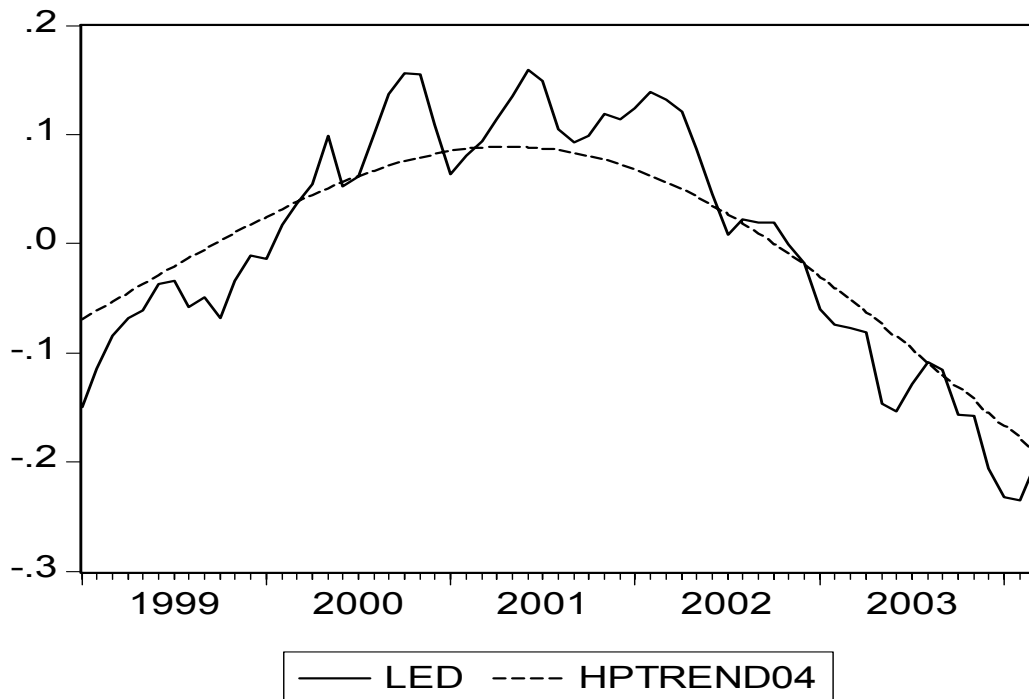
Datele au fost obținute din buletinele lunare ale BNR și ale BCE.

7.3.2. Estimarea cursului valutar real de echilibru dintre leu și euro

Într-o primă etapă s-a testat staționaritatea variabilelor utilizate. Concluzia la care s-a ajuns este că următoarele serii nu sunt staționare: LRER (LRERSA), LRERP (LRERP SA), BG, CC, DR (DRSA), LGR, LMOSA, LM2 (LM2SA), LRZV (LRZVSA), LS (LSSA), LSAL (LSALSA), ME, MOE, R (RSA). Pentru variabila LED nu poate fi respinsă ipoteza distribuției normale. S-a decis totuși testarea acestei variabile, deoarece ea este utilizată în numeroase studii, iar analiza grafică relevă existența unei tendințe clare de depreciere a euro în raport cu dolarul în prima parte a perioadei de analiză și a unei tendințe inverse în a doua parte a perioadei.

¹⁸⁵ Este de așteptat ca utilizarea variabilei S să conducă la obținerea unor rezultate mai bune, deoarece, în perioada de analiză, definiția șomerului în legislația românească a fost de modificată în repetate rânduri; de asemenea condițiile de acordare a unor ajutoare sociale au fost modificate (condiționate de existența statutului de șomer în anumite perioade) și ca urmare evoluția ratei șomajului a înregistrat fluctuații puternice (pentru detalii, a se vedea BNR, 2002 și 2002a).

Figura nr. 54 – Evoluția cursului de schimb dintre euro și dolar



Tabelul nr. 55 – Estimarea cursului valutar real de echilibru al leului

Dependent Variable: **LRER**

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 12:49

Sample(adjusted): 1999:04 2004:03

Included observations: 60 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.059527	0.335380	21.04937	0.0000
LM0SA	-0.246456	0.035490	-6.944379	0.0000
LED	-0.428379	0.029221	-14.66006	0.0000
LGRSA	-0.030216	0.007990	-3.781605	0.0004
CC(-3)	3.60E-05	1.68E-05	2.140563	0.0368
R-squared	0.911779	Mean dependent var	4.473581	
Adjusted R-squared	0.905363	S.D. dependent var	0.060678	
S.E. of regression	0.018666	Akaike info criterion	-5.044521	
Sum squared resid	0.019164	Schwarz criterion	-4.869993	
Log likelihood	156.3356	F-statistic	142.1088	
Durbin-Watson stat	1.409598	Prob(F-statistic)	0.000000	

Conform testelor econometrice efectuate, cea mai bună ecuație de determinare a cursului valutar real al leului este¹⁸⁶:

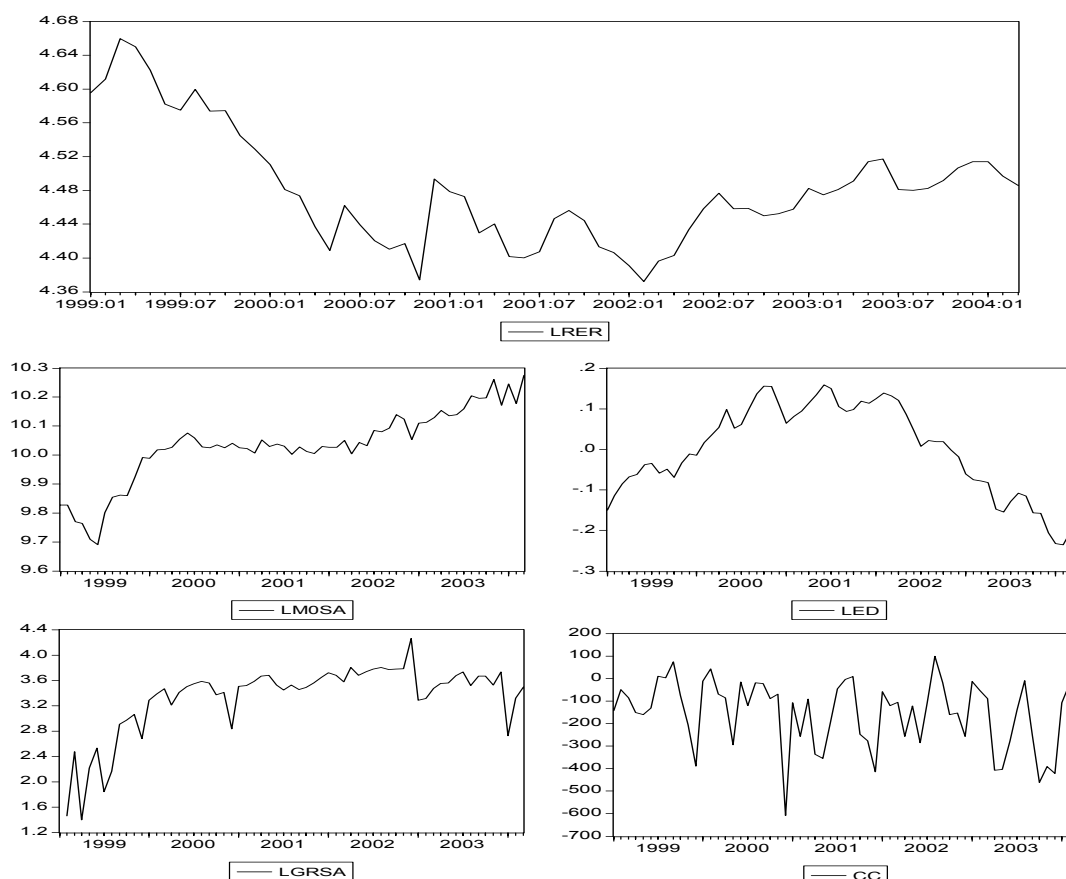
$$LRER = f(LM0SA, LED, LGRSA, CC) \quad (52)$$

$$LRER = C_1 + C_2 \times LM0SA + C_3 \times LED + C_4 \times LGRSA + C_5 \times CC(-3) \quad (53)$$

$$LRER = 7,0595 - 0,2464 \times LM0SA - 0,4284 \times LED - 0,0302 \times LGR + 0,000036 \times CC(-3) \quad (54)$$

Figura nr.50 prezintă evoluția variabilelor exogene care apar în ecuația de determinare a cursului valutar real de echilibru dintre leu și euro, precum și evoluția RER.

Figura nr. 55 – Evoluția cursului valutar real al leului și a determinanților săi



¹⁸⁶ Existau alte două combinații de variabile exogene pentru care valoarea lui R^2 ar fi fost mai ridicată (0,912798 și respectiv 0,912541), însă criteriile Log likelihood, Akaike și Schwartz au indicat acest model ca fiind mai potrivit. De asemenea, suma reziduurilor este minimă în această variantă.

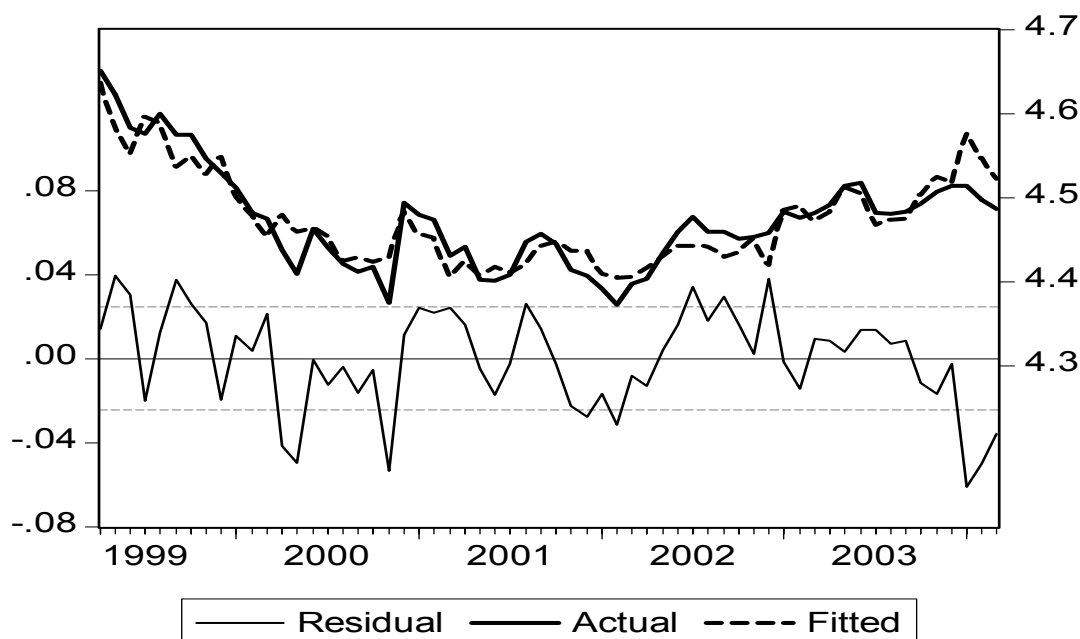
Rezultă că vectorul Z care determină evoluția cursului valutar de echilibru are următoarea componență: evoluția bazei monetare (în termeni reali), cursul de schimb dintre euro și dolar, diferența dintre rata de creștere a productivității și rata de creștere a salariilor reale, soldul contului curent.

$$Z = (M0, ED, GR, CC) \quad (55)$$

Conform acestei ecuații o politică monetară restrictivă (reflectedă într-un control strict al creșterii reale a bazei monetare), o tendință de depreciere a euro față de dolarul american și existența unei diferențe pozitive între rata de creștere a productivității muncii și rata de creștere a salariilor reale contribuie la aprecierea reală a leului față de euro (variabilele LM0SA, LED și LGRSA au un semn negativ). Spre deosebire de acestea, creșterea deficitului contului curent limitează aprecierea reală a leului, acționând în sensul deprecierei cursului valutar real dintre euro și leu (variabila CC intră în ecuație cu semn pozitiv).

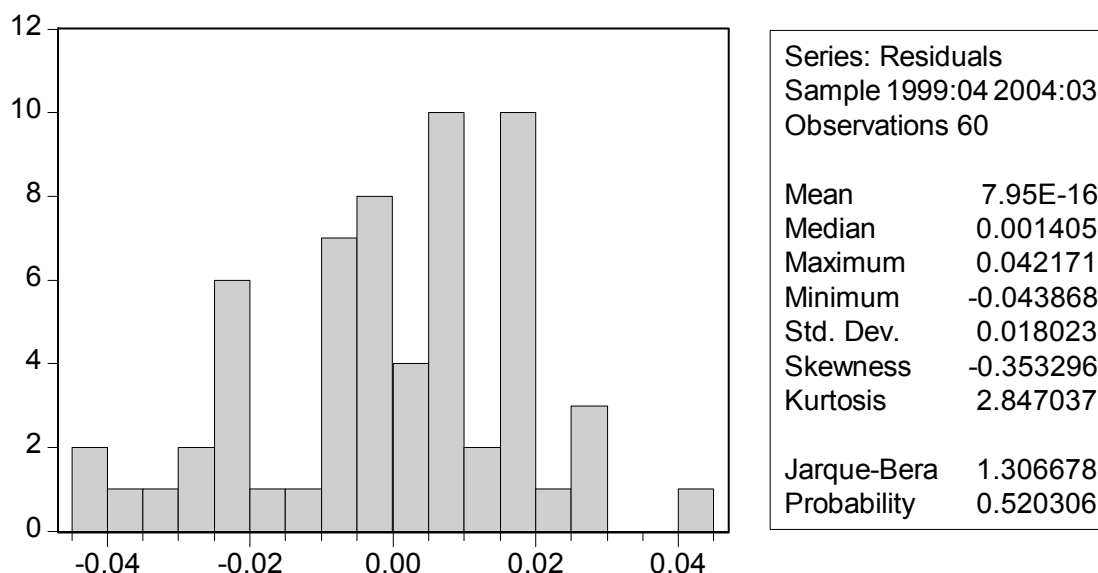
Evoluția cursului valutar real al leului și a cursului valutar de echilibru estimat este prezentată grafic în figura următoare (în formă logaritmică) – pe axa din dreapta; pe același grafic sunt reprezentate și reziduurile (pe axa din stânga).

Figura nr. 56 – Cursul valutar real al leului (observat și estimat)



Reziduurile rezultate din ecuația prezentată mai sus prezintă o distribuție normală.

Figura nr. 57 – Distribuția reziduurilor



Variabilele LRER și LREER (cursul valutar real estimat pe baza ecuației de mai sus) sunt nestaționare, integrate de ordinul 1, și între ele există o relație de cointegrare. Testul de cauzalitate Granger arată în mod clar că REER determină evoluția RER¹⁸⁷.

7.3.3. Deviația cursului valutar real față de nivelul de echilibru

În figura nr. 58, este prezentată evoluția RER și REER (în formă nelogaritmă). Se observă că deviațiile cursului valutar real al leului față de nivelul de echilibru sunt foarte reduse. Aceste deviații sunt reprezentate grafic în figura nr.54. Deoarece RER este exprimat în procente, considerându-se cursul de la 1 ianuarie 1999 ca și curs de bază (100%), deviațiile dintre RER și REER sunt exprimate tot procentual.

Se poate observa că deviațiile RER față de REER s-au încadrat în perioada de analiză în intervalul $\pm 4\%$. Doar în trei luni din cele șaiszeci analizate¹⁸⁸, deviația a depășit 3% (în sensul supraaprecierii, în noiembrie 2000 și februarie 2004 și respectiv în sensul subaprecierii, în decembrie 2000). În alte opt luni, deviația s-a situat între 2 și 3%, însă în

¹⁸⁷ Testele econometrice sunt prezentate în anexa nr.6.

¹⁸⁸ Perioada de analiză inițială cuprindea 63 de observații lunare; utilizarea unei variabile cu un anumit lag – CC(-3) – a redus numărul de observații utilizabile la 60.

cea mai mare parte a timpului (49 de luni din cele 60 cuprinse în perioada de analiză) deviația RER față de REER s-a încadrat în intervalul (-2%;+2%).

Figura nr. 58 – Cursul valutar real al leului (observat și estimat)

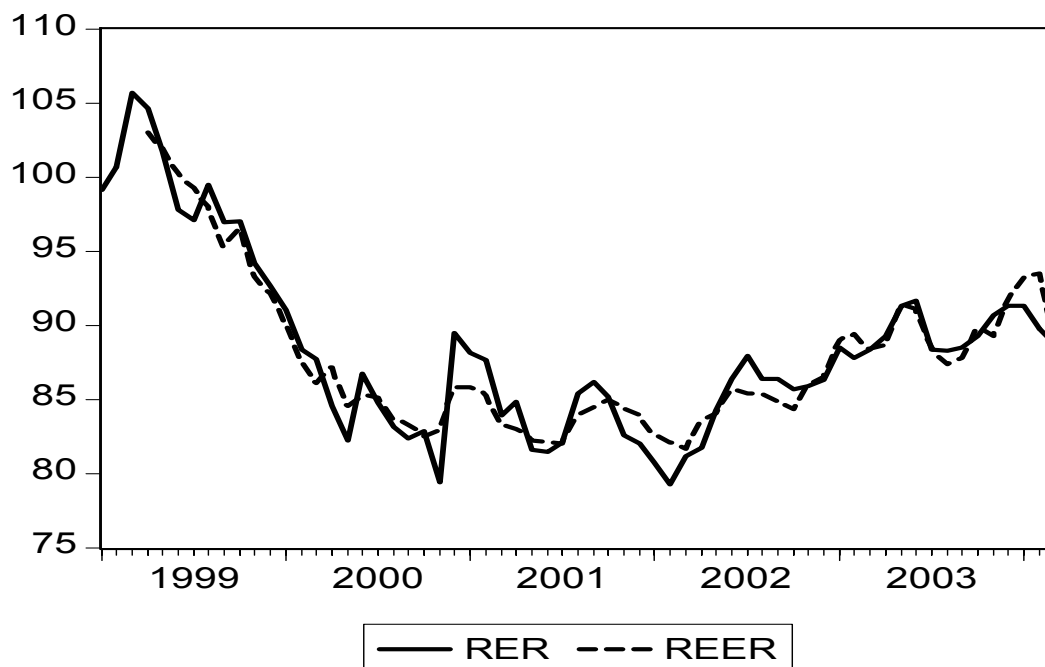
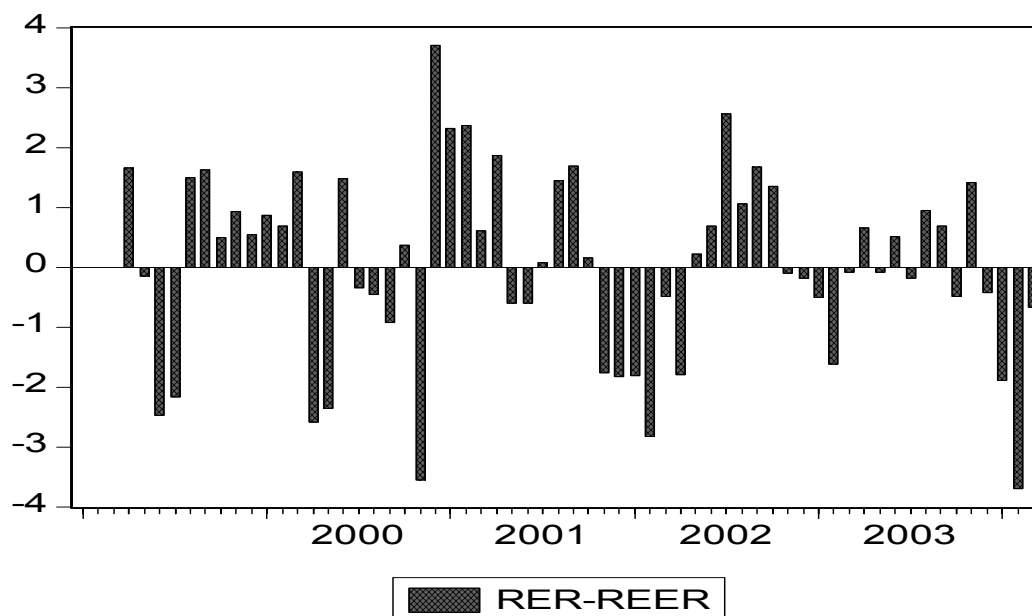


Figura nr. 59 – Deviațiile cursului valutar real al leului față de nivelul de echilibru



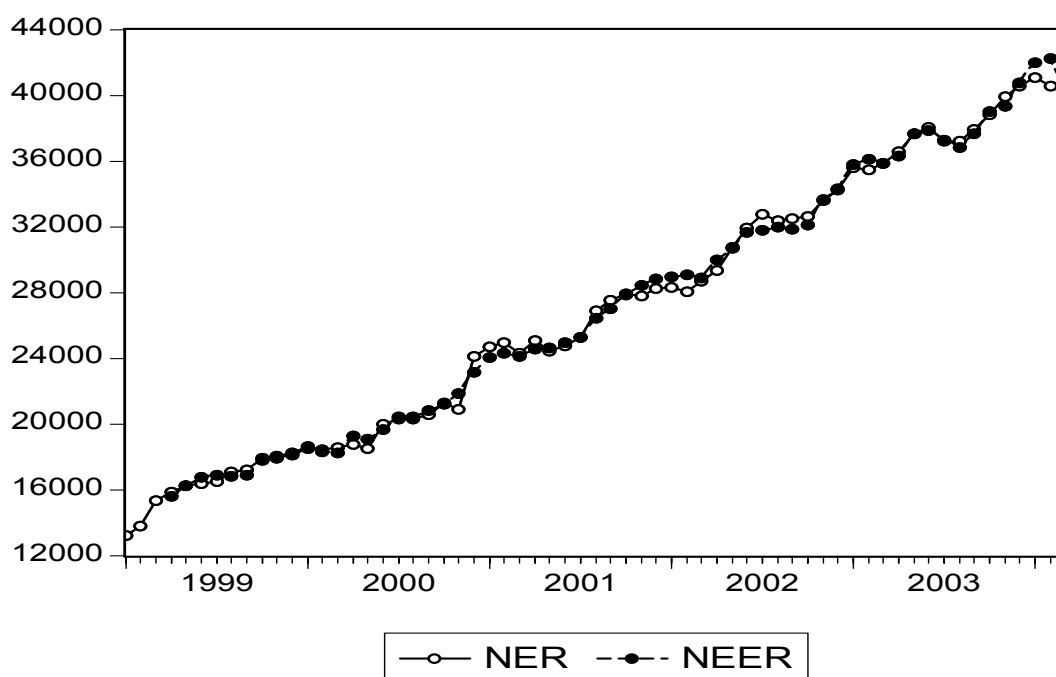
Anul 2003 prezintă o evoluție a cursului valutar real al leului foarte apropiată de evoluția cursului valutar real de echilibru (cu deviații cuprinse între -1,6% și +1,4%). La începutul anului 2004 cursul valutar real al leului era ușor supraapreciat în raport cu nivelul său de echilibru (cu 0,67% în martie 2004, după ce în luna anterioară se înregistrase o deviație de -3,7%, cea mai importantă deviație față de nivelul de echilibru pe durata perioadei de analiză).

Se poate, deci, afirma că evoluția cursului valutar real al leului în raport cu moneda unică europeană reprezintă o evoluție de echilibru, determinată de politica monetară, de creșterea productivității muncii și a salariilor reale, de evoluția cursului de schimb între euro și dolarul american (cu atât mai mult cu cât dolarul american mai deține încă o anumită pondere în coșul valutar de referință) și de deficitul contului curent.

7.3.4. Deviația cursului valutar nominal față de nivelul de echilibru

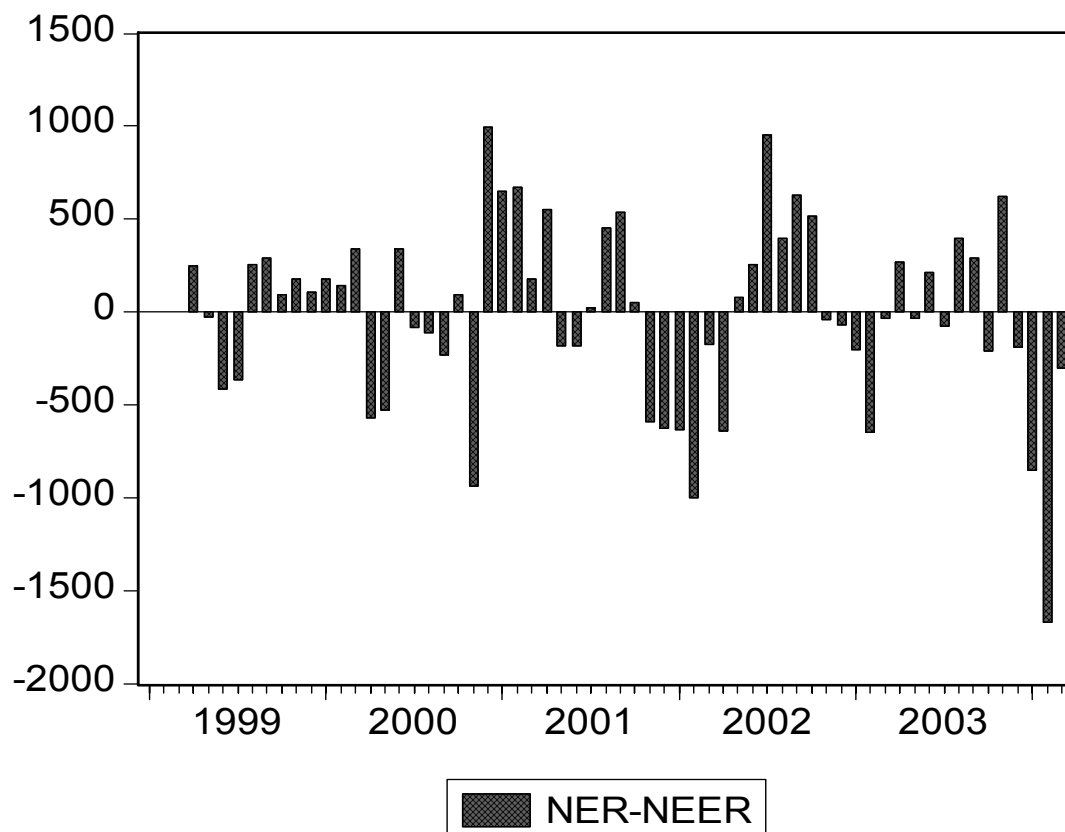
În figura nr. 60 este prezentată evoluția cursului de schimb nominal dintre leu și euro (NER) și cursul valutar nominal de echilibru (NEER), determinat pe baza REER și a diferențialului de inflație dintre România și zona euro.

Figura nr. 60 – Cursul valutar nominal al leului (observat și estimat)



Se poate observa că în perioada de analiză cursul de schimb dintre leu și euro s-a situat foarte aproape de nivelul de echilibru, deviația fiind de maxim 1000 lei – cu excepția lunii februarie a anului curent, când deviația a fost de -1673 lei.

Figura nr. 61 – Deviațiile cursului valutar nominal al leului față de nivelul de echilibru



7.3.5. Diferențe față de rezultatele obținute în POOL

Se observă că ecuația de determinare a RER pentru România este diferită de ecuația obținută în POOL.

Astfel, productivitatea nu mai apare ca factor determinant al cursului valutar real, nici rata șomajului (sau evoluția salariaților din economie), dar influența acestor variabile este surprinsă, probabil, de variabila GR, calculată ca diferență între rata de creștere a productivității muncii și rata de creștere a salariilor reale (se știe că gradul de ocupare este influențat de nivelul salariilor reale).

De asemenea, nu s-a putut demonstra o influență a indicatorului BS asupra evoluției RER. Mai mult, pentru BS (și pentru BS1), nu poate fi exclusă ipoteza distribuției normale și a staționarității, iar analiza evoluției acestor variabile nu permite desprinderea unei concluzii privind prezența efectului Balassa-Samuelson în țara noastră.

Nici pentru variabila DET nu s-a putut respinge ipoteza distribuției normale, și nici nu s-a putut demonstra influența acestei variabile asupra evoluției RER. Situația externă are însă o anumită influență asupra evoluției RER, și anume prin intermediul deficitului de cont curent (acțiune care se manifestă cu un lag de trei luni).

Variabila DR este non-staționară, însă coeficientul obținut pentru această variabilă este nesemnificativ din punct de vedere statistic. Dacă se elimină LMOSA din ecuație, și se adaugă variabila DR sau R, se obțin coeficienți semnificativi pentru aceste variabile. Se poate, deci, trage concluzia că rata dobânzii de pe piața interbancară din România influențează evoluția RER, la fel și diferențialul ratei dobânzii față de zona euro, însă rezultatele obținute sunt mai slabe decât dacă se utilizează ca variabilă exogenă evoluția bazei monetare. Explicația poate consta în faptul că, în România, canalul de transmisie a politicii monetare prin intermediul ratei dobânzii este mai slab dezvoltat decât în alte țări ECE.

7.4. CONCLUZII PRIVIND CURSUL VALUTAR DE ECHILIBRU DINTRE LEU ȘI EURO

În cazul României, pentru perioada ianuarie 1999 – martie 2004, *teoria parității puterii de cumpărare nu se verifică* (nici o formă a acesteia). *De asemenea, teoria parității ratelor dobânzii nu se verifică.*

Evoluția cursului valutar real al leului față de euro prezintă în ultimii doi ani o tendință clară de depreciere (deși față de coșul valutar de referință leul s-a apreciat în termeni reali pe întreaga perioadă de referință). *Evoluția cursului valutar real calculat pe baza prețurilor de producție prezintă însă o tendință de apreciere pe durata perioadei de analiză. Aceste evoluții sunt contrare evoluției teoretice normale, în ipoteza prezenței efectului Balassa-Samuelson.* Analiza prezentată în acest capitol nu a reușit să găsească evidențe privind manifestarea efectului Balassa-Samuelson în România în perioada de analiză.

Testele econometrice au arătat că evoluția cursului valutar real dintre leu și euro este cel mai bine explicată de următorii factori: evoluția bazei monetare, diferența dintre creșterea productivității și creșterea salariilor reale, evoluția cursului de schimb dintre euro și dolar și situația contului curent. Deviațiile cursului valutar real față de nivelul de echilibru (calculat pe baza variabilelor menționate mai sus) sunt ne semnificative, fiind cuprinse în intervalul $\pm 4\%$ pe întreaga perioadă de analiză (situându-se chiar în limitele a $\pm 2\%$ în 49 din cele 60 de luni analizate).

În aceste condiții, se poate afirma că *evoluția cursului valutar real al leului față de euro este conformă cu evoluția condițiilor macroeconomice, nivelul acestui curs fiind foarte apropiat de nivelul cursului valutar real de echilibru*. Implicația practică este că, dacă în viitor nu se vor înregistra fenomene negative care să producă deviații importante ale cursului față de nivelul său de echilibru, cursul pivot stabilit pentru participarea la SME II ar putea fi egal cu cursul observat pe piața valutară în momentul aderării la acest mecanism de schimb. De asemenea, paritatea de conversie în euro ar putea fi egală cu cursul de schimb observat pe piață.

Totuși, se impune o anumită precauție în interpretarea rezultatelor prezentate în acest capitol, din cauza perioadei foarte scurte de analiză (doar cinci ani) care, deși permite desprinderea unor concluzii privind evoluția pe termen mediu a cursului valutar real de echilibru, nu permite evidențierea unor tendințe pe termen lung. Analiza propusă prezintă însă avantajul simplității și al disponibilității datelor, fiind realizată exclusiv pe baza datelor publicate de BNR și BCE în buletinele lunare.

CONCLUZII FINALE

În această lucrare, s-au analizat principalele implicații ale unificării monetare europene asupra țărilor ECE, dintre acestea acordându-se o atenție particulară României.

Lucrarea a început cu prezentarea procesului de unificare monetară europeană. Acest proces este parte integrantă a procesului mai larg de adâncire a integrării între statele membre ale UE. Realizarea UEM modifică destinația țărilor candidate la aderare, impunându-le mai multe condiții și restricții: noi reglementări în domeniul monetar-financiar, incluse în acquis-ul comunitar; criteriile de convergență, care vor trebui îndeplinite de statele candidate după intrarea în UE pentru a putea intra în zona euro; obligativitatea realizării unor programe de convergență; obligativitatea respectării Pactului de Stabilitate și Creștere; obligativitatea tratării politicii monetare și valutare ca și chestiune de interes comun după intrarea în UE.

În continuare, s-a prezentat procesul de aderare a țărilor candidate la UE, și stadiul în care se află în prezent țările ECE cuprinse în analiză (acele țări ECE care au început negocierile de aderare înainte de sfârșitul anului 2003 – Polonia, Republica Cehă, Slovacia, Slovenia, Ungaria, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria și România). Urmare a procesului de unificare monetară europeană, procesul de aderare la UE cuprinde trei etape și nu este considerat încheiat decât odată cu intrarea statului candidat în zona euro. Prima etapă este cea de pre-aderare (în care se găsesc în prezent România și Bulgaria), etapă care se încheie în momentul intrării în UE; a doua etapă este cea de membru cu derogare (în care se găsesc în prezent celelalte opt țări ECE, care au obținut acest statut în mai 2004); ultima etapă este cea de membru cu drepturi depline, care începe odată cu acceptarea statului în zona euro.

România se află în etapa de preaderare (împreună cu Bulgaria), fiind prevăzută intrarea în UE în anul 2007. La momentul redactării lucrării țara noastră îndeplinea parțial criteriile de la Copenhaga și se afla într-un stadiu avansat al negocierilor de aderare, existând posibilitatea încheierii acestora până la sfârșitul anului.

Următorul capitol a prezentat elementele teoretice utilizate în analiza implicațiilor unificării monetare europene asupra țărilor ECE: teoria zonelor monetare optime, factorii

determinanți ai alegerii regimului de curs valutar, stadiul teoriei privind evaluarea vulnerabilității externe și a fragilității financiare, teorii privind cursul valutar de echilibru.

S-a continuat apoi cu analiza consecințelor unificării monetare europene asupra țărilor ECE. Mai întâi au fost identificate *principalele domenii afectate de procesul de unificare monetară europeană: legislația din domeniul monetar-financiar, politica monetară, regimul de curs valutar, sectorul financiar, sistemul de plăți interbancare, statistica în domeniul monetar-financiar.*

Legislația din domeniul monetar-financiar trebuie să asigure independența băncii centrale, un mandat pe termen de minim cinci ani al guvernatorului acesteia, și protecția băncii centrale de dominanța fiscală, realizată prin interzicerea finanțării monetare a guvernului; toate aceste cerințe sunt deja îndeplinite de legislația națională din țările ECE.

În România, legislația din domeniul monetar-financiar este aliniată acquis-ului comunitar, fiind în același timp compatibilă cu funcționarea SEBC: independența BNR este expres prevăzută în lege, banca centrală nu poate acorda nici un fel de credite statului, obiectivul său principal este „asigurarea și menținerea stabilității prețurilor”, mandatul membrilor consiliului de administrație este de cinci ani, revocarea acestora fiind posibilă doar în cazul comiterii unor greșeli deosebit de grave, sau atunci când nu mai sunt îndeplinite condițiile de eligibilitate.

Politica monetară trebuie să pregătească trecerea la politica monetară comunitară și asigure o cât mai mare continuitate (o tranziție lină la politica monetară unică, fără șocuri inutile). În prezent, țările ECE utilizează diverse strategii de politică monetară; dintre acestea se remarcă strategiile bazate pe cursul de schimb (utilizate de țările care au adoptat un regim de curs valutar fix) și țintirea inflației (adoptată de tot mai multe țări care practică un regim de curs valutar flexibil). Țintirea directă a inflației este dificil de implementat în cazul țărilor ECE; în timp, unele obstacole vor fi depășite, odată cu dezvoltarea sistemului financiar, creșterea importanței canalului de transmisie a politicii monetare prin intermediul ratei dobânzii și creșterea capacității autorităților monetare de a gestiona o astfel de strategie; cea mai importantă problemă se referă însă la imposibilitatea acestor țări de a ignora evoluția cursului de schimb pentru a urmări un obiectiv stabilit exclusiv în termeni de stabilitate a prețurilor; această problemă va persista, fiind rezultatul dimensiunii reduse și a gradului mare de deschidere a economiei naționale. Unii autori propun ca soluție pentru țările ECE adoptarea unei țintiri suplă a inflației, în cadrul căreia să se stabilească atât un obiectiv în termeni de stabilitate a prețurilor, cât și un obiectiv referitor la cursul de schimb compatibil cu realizarea țintei de inflație propuse (soluție la care subscrie și autoarea).

Politica monetară a României urmărește reducerea inflației într-un ritm susținut, pentru ca obiectivul stabilității prețurilor să poată fi îndeplinit pe termen mediu. Instrumentele de politică monetară au evoluat în permanență, remarcându-se o tendință de aliniere la instrumentele utilizate de Eurosistem. Aceeași evoluție poate fi observată și în privința canalelor de transmisie a politicii monetare, observându-se recent o ameliorare semnificativă a canalului ratei dobânzii; totuși, canalul cursului de schimb rămâne cel mai eficient. *Strategia de politică monetară practică de BNR este bazată pe țintirea agregatelor monetare, dar se are în vedere înlocuirea acesteia cu o strategie de țintire directă a inflației, începând cu anul 2005. Deoarece BNR nu poate ignora evoluția cursului valutar, adoptarea unei strategii de țintire suplă a inflației pare a fi soluția optimă și în cazul țării noastre. Pe de altă parte, trecerea la o strategie de țintire a inflației nu mai trebuie amânată: argumentul invocat pentru amânarea trecerii la țintirea inflației, și anume că România nu sunt încă îndeplinite condițiile necesare implementării țintirii directe a inflației, iar ca urmare banca centrală ar putea înregistra pierderi de credibilitate în cazul ratării țintei de inflație, nu este foarte convingător. În prezent, obiectivele BNR privind agregatele monetare nu sunt cunoscute publicului, singurele obiective ale politicii monetare cunoscute publicului fiind cele în termeni de inflație; ca urmare, BNR suportă oricum pierderile de credibilitate aferente neîndeplinirii acestui obiectiv, fără a beneficia însă de avantajele strategiei de țintire a inflației.*

Regimul de curs valutar trebuie să permită participarea la SME II (după intrarea în UE); țările ECE care practică regimuri incompatibile cu cerințele SME II vor fi nevoite să modifice regimul de curs valutar utilizat: în această situație se află Letonia (care are moneda națională ancorată la DST), Polonia (care practică un regim de flotare liberă); pentru țările ECE care practică un regim de flotare controlată, va fi necesară doar stabilirea unui curs pivot față de euro și respectarea benzii de fluctuație prevăzută pentru SME II (așa cum s-a întâmplat în cazul Sloveniei); în cazul țărilor în care există un consiliu monetar, există o mare probabilitate ca acesta să fie acceptat ca angajament unilateral în cadrul SME II (după cum demonstrează experiența Estoniei și a Lituaniei).

Regimul de curs valutar adoptat de România este unul flexibil, de flotare controlată. Regimul „de facto” este însă o bandă de fluctuație glisantă față de euro. În viitor, BNR dorește trecerea la regim de flotare liberă, pentru a descuraja mișcările speculative de capitaluri (în contextul liberalizării depline a mișcărilor de capital), urmând ca, ulterior, regimul de curs valutar să fie din nou modificat, pentru a permite participarea României la SME II. În această lucrare se argumentează că trecerea la un regim de flotare

liberă nu este nici necesară (deoarece un regim de flotare controlată este suficient de flexibil pentru a descuraja mișcările speculative, banca centrală nefiind obligată să intervină pentru apărarea unui anumit nivel al cursului valutar), *nici oportună* (o dublă schimbare a regimului de curs valutar într-un interval de 4-5 ani riscă să fie costisitoare și chiar destabilizatoare pentru economie) *și probabil că, „de facto”, nu este nici măcar posibilă* (evoluția cursului valutar prezintă și pentru România, ca și pentru celelalte țări ECE, o importanță prea mare pentru a putea fi ignorată). O modificare mai oportună ar fi, în opinia autoarei, alinierea regimului „de facto” la actualul regim „de jure” prin limitarea intervențiilor BNR pe piața valutară doar la cele strict necesare pentru atenuarea volatilității cursului de schimb (și eventual, dacă va fi necesar, la intervențiile indispensabile pentru asigurarea echilibrului extern). Cât timp BNR urmărește, „de facto”, apărarea unui anumit nivel al cursului de schimb, speculatorii vor fi tentați să testeze capacitatea băncii de a apăra acest curs, indiferent dacă regimul oficial declarat este unul de flotare controlată sau unul de flotare liberă.

Sectorul financiar este mult mai slab dezvoltat în țările ECE decât în țările membre ale UE, iar această subdezvoltare ar putea afecta negativ transmiterea politicii monetare unice după intrarea acestor țări în zona euro. Ca urmare această problemă trebuie soluționată înainte de intrarea țărilor ECE în UEM. Politica monetară unică este concepută pentru întreaga zonă euro și utilizează instrumente și canale de transmisie specifice țărilor dezvoltate, în care funcționează sisteme financiare sofisticate, bine dezvoltate; în cadrul UEM, țările ECE vor avea o pondere foarte redusă, și din acest motiv ele nu pot solicita adaptarea politicii monetare unice la situația lor specifică, ci vor trebuie să realizeze ajustările necesare pentru ca politica monetară unică să poată fi implementată cu succes.

Sectorul financiar din țara noastră se numără printre cele mai slab dezvoltate sectoare financiare din Europa, atât în ceea ce privește sistemul bancar, cât și (sau poate mai ales) în ceea ce privește piețele financiare.

Sistemul de plăți interbancare va trebui să permită conectarea la TARGET; în unele țări ECE nu există încă un sistem de decontare interbancară în timp real, plățile se realizează mult mai greoi și mai lent (în unele țări încă nu este acceptată semnătura digitală) iar ca urmare acest sistem vor trebui modernizate cât mai rapid.

Sistemul de plăți interbancare de tip RTGS nu funcționează încă în România, dar implementarea sa a început deja, aflându-se în stadiul testelor pilot. Până la momentul aderării la UE, țara noastră va avea un sistem de decontare interbancară modern, care va asigura decontarea în timp real.

Statisticile monetar-financiare trebuie armonizate, țările candidate trebuind să fie pregătită să contribuie să la statisticile zonei euro începând cu momentul intrării în UEM. Cum implementarea modificărilor statistice durează cel puțin doi ani, Eurosistemul insistă asupra necesității începerii pregătirilor în sensul armonizării statistice în țările ECE încă înainte de intrarea acestora în UE; aceste pregătiri au început deja, însă diferențele care trebuie eliminate sunt foarte mari.

În domeniul statisticilor monetar-financiare, România a început pregătirile de armonizare, însă în acest domeniul țara noastră se află cu mult în urma celorlalte țări ECE.

Analiza țărilor ECE prin prisma criteriilor de aderare la UEM s-a realizat ținând cont în primul rând de criteriile de convergență stabilite la Maastricht. S-a constatat că țările ECE îndeplinesc între două și șase criterii de convergență, cea mai bună situație având-o Lituania, care, în 2003, îndeplinea deja toate criteriile de convergență; criteriul privind datoria publică este îndeplinit deja de toate țările ECE; criteriul privind compatibilitatea legislației naționale cu funcționarea SEBC nu ridică probleme, chiar dacă integrarea băncii centrale în Eurosistem nu este încă expres prevăzută; criteriul privind deficitul bugetar ridică probleme țărilor din Europa Centrală (cu excepția Sloveniei); ratele dobânzii pe termen lung în țările ECE prezintă o tendință de convergență către nivelul ratelor dobânzii din zona euro, însă titlurile la care se referă criteriul de convergență privind ratele dobânzii fie nu există încă, fie nu sunt suficient de lichide; criteriul privind stabilitatea cursului de schimb nu pare să ridice probleme decât pentru Letonia, Polonia și România; criteriul inflației este îndeplinit deja de trei din țările analizate. În mod normal menținerea criteriilor de convergență nu va crea probleme importante țărilor ECE, perspectivele acestora de a îndeplini toate criteriile de la Maastricht pe termen mediu fiind favorabile.

Această analiză a fost completată de o analiză a țărilor ECE prin prisma unor criterii de convergență reală (din acest punct de vedere se observă că decalajele dintre țările ECE și statele membre ale UE sunt încă foarte mari, iar în cadrul grupului de țări analizate, performanțele Bulgariei și României sunt mult mai slabe decât performanțele statelor care au devenit membre cu derogare ale UE în mai 2004) și de o analiză realizată pe baza criteriilor prevăzute de teoria ZMO (din acest punct de vedere țările ECE par candidate cel puțin la fel de bune pentru UEM ca și țările vechii membri ai UE; în plus, se observă că prin impunerea criteriilor de la Maastricht se asigură îndeplinirea a cel puțin patru din criteriile prevăzute de teoria ZMO: acceptarea politicilor celorlalți potențiali membri, mobilitatea capitalului, convergența ratei inflației, existența unei preferințe comune pentru un anume obiectiv prioritar al politicii economice).

Analizată prin prisma criteriilor de la Maastricht, economia românească prezintă performanțe similare cu cea a Ungariei și superioare performanțelor economiei poloneze, îndeplinind în 2003 trei din cele șase criterii de convergență stabilite la Maastricht. Criteriile îndeplinite deja se referă la compatibilitatea legislației cu funcționarea SEBC și la situația finanțelor publice. Criteriul ratei inflației va fi probabil cel mai greu de îndeplinit (dacă obiectivele prevăzute în Programul de Pre-aderare din 2003 vor fi îndeplinite, continuându-se reducerea inflației și după 2006, acest criteriu ar putea fi îndeplinit la 2-3 ani după intrarea României în UE, adică în 2009-2010). Dacă inflația va fi adusă sub control, criteriul privind stabilitatea cursului de schimb ar putea fi realizat. Referitor la criteriul ratei dobânzii, țara noastră se confruntă cu aceleași probleme ca și celelalte țări ECE, în sensul inexistenței unor titluri publice lichide cu o scadență de 10 ani. Nivelul ratelor dobânzii în țara noastră este încă foarte ridicat, dar reducerea inflației și jocurile de convergență (convergence-play) vor acționa în sensul reducerii lor. Din punct de vedere a criteriilor de convergență reală performanțele României sunt similare cu cele ale Bulgariei, însă mai slabe decât a celorlalte țări ECE; decalajele existente față de UE sunt foarte mari, dar important este că procesul de convergență reală se desfășoară într-un ritm destul de susținut. Din punct de vedere al criteriilor stabilite de teoria ZMO situația României nu se diferențiază foarte mult de cea a celorlalte țări ECE.

În continuare, a fost analizată *sustenabilitatea participării țărilor ECE la SME II*. Cu ajutorul unei metode originale, inspirată de abordarea bazată pe semnale (signal-approach), s-a analizat vulnerabilitatea externă și fragilitatea financiară a țărilor ECE. Rezultatele arată că *riscurile de apariție a unor crize valutare sau financiare în țările ECE sunt foarte reduse*. Din punct de vedere a vulnerabilității externe, situația țărilor ECE este similară cu cea a țărilor din grupul de referință considerat (Grecia, Irlanda, Portugalia). Din punct de vedere al fragilității financiare, există anumite diferențe între țările ECE și țările din grupul de referință, diferențe produse exclusiv de gradul mai redus de dezvoltare a sistemelor financiare din țările ECE. Din punct de vedere al vulnerabilității financiare, nu există diferențe semnificative între țările ECE și țările din grupul de referință, deoarece, în toate țările ECE, au fost luate măsuri pentru a elimina vulnerabilitățile din sectorul financiar, reglementările prudențiale fiind chiar mai stricte în țările ECE decât în UE. Astfel, se poate afirma că *temerile referitoare la riscurile asociate participării țărilor ECE la SME II sunt exagerate*.

Vulnerabilitatea externă a țării noastre este foarte redusă, inexistentă chiar în anul 2002. Recent creșterea deficitului contului curent a determinat o creștere ușoară a

vulnerabilității externe, dar în continuare riscul de apariție a unor crize valutare în România este extrem de redus (cu atât mai mult cu cât regimul de curs valutar adoptat este unul flexibil).

Din punct de vedere al fragilității financiare, situația țării noastre este mai dificilă decât cea a celorlalte țări ECE. Gradul relativ ridicat de fragilitate financiară din România este rezultatul aproape exclusiv al subdezvoltării sectorului financiar; nivelul de vulnerabilitate a sistemului financiar este însă redus. După criza financiară din 1998, reglementările prudențiale au fost permanent ameliorate, acestea fiind în prezent chiar mai stricte decât în UEM. *În prezent, sistemul financiar românesc prezintă un grad redus de vulnerabilitate, dar nu a reușit să se dezvolte după criza financiară din 1998.* Expansiunea creditului înregistrată în ultima perioadă a contribuit la îmbunătățirea indicatorilor de dezvoltare financiară, dar și la creșterea gradului de vulnerabilitate financiară.

Dacă, în viitor, se vor lua măsuri de prevenire a creșterii vulnerabilității externe și financiare, stimulându-se în același timp dezvoltarea sectorului financiar, participarea României la SME II nu ar trebui să fie însoțită de fenomene negative, riscul de apariție a unor crize valutare sau financiare fiind foarte redus.

Ultima parte a lucrării a fost consacrată estimării cursului valutar real dintre monedele țărilor ECE și euro, care va trebui să stea la baza cursului pivot și a ratei de conversie stabilite pentru participarea acestor țări la SME II și respectiv pentru aderarea la UEM. A fost realizată o analiză tip PANEL, utilizându-se un POOL format din cele zece țări ECE analizate.

În cazul acestor țări *cursul valutar real a prezentat o tendință clară de apreciere față de euro* (deși această tendință s-a atenuat în ultimii ani). Existența unui trend clar de apreciere reală este confirmată de puterea explicativă superioară a modelelor autoregresive de determinare a cursului valutar real. Aprecierea reală a fost însoțită de o convergență a veniturilor pe locuitor și de convergența prețurilor.

Teoria PPC nu se verifică (nici în formă relativă și nici în forma restrânsă la sectorul bunurilor comercializabile), însă privită prin prisma teoriei PPC absolute evoluția cursului valutar real în țările ECE pare un fenomen de echilibru. Teoria parității ratelor dobânzii nu se verifică (însă, pentru verificarea acestei teorii s-au utilizat rate ale dobânzii pe termen scurt, pe piața interbancară, deoarece doar acestea au fost disponibile pentru toate țările analizate).

Testele econometrice au arătat că *evoluția cursului valutar de echilibru în țările ECE este influențată de:*

- *efectul Balassa-Samuelson,*
- *evoluția productivității muncii,*
- *evoluția gradului de ocupare,*
- *datoria externă,*
- *cursul de schimb dintre euro și dolar,*
- *diferențialul ratei dobânzii față de zona euro,*
- *gradul de avansare a procesului de aderare,*
- *gradul de flexibilitate a regimului de curs valutar utilizat.*

Apariția diferențialul ratei dobânzii între factorii determinanți ai cursului valutar de echilibru poate surprinde, în condițiile în care acesta este, în mod normal, considerat un factor cu o influență temporară asupra cursului valutar. Rezultatul se datorează, probabil, duratei reduse a perioadei de analiză (opt ani) și faptului că în această perioadă, în țările ECE a fost implementată o politică monetară constantă, orientată spre reducerea inflației și a ratelor dobânzii pentru a se asigura convergența nominală către UEM. *Cursul valutar real a urmat îndeaproape evoluția cursului valutar real de echilibru, deviațiile față de nivelul de echilibru fiind reduse.*

În aceste condiții se poate aprecia că, în cazul țărilor ECE, cursul pivot stabilit pentru participarea la SME II ar putea fi identic cu cursul de schimb stabilit pe piața valutară (sau foarte apropiat de acesta). În condițiile în care, în perioada participării la SME II nu se înregistrează șocuri importante, care să determine îndepărtarea cursului valutar real față de nivelul său de echilibru, s-ar putea proceda în mod similar pentru stabilirea ratei de conversie în euro. Anunțarea din timp a cursului pivot și respectiv a ratei de conversie poate avea efecte benefice asupra stabilității cursului valutar, determinând convergența acestuia către nivelul anunțat.

În ultimul capitol a fost estimat *cursul valutar real de echilibru dintre leu și euro*, pe baza unei serii temporare formată din date lunare aferente perioadei ianuarie 1999 – martie 2004. Și în acest caz s-a constatat că teoria PPC nu se verifică, după cum nu se verifică nici teoria parității ratelor dobânzii.

Principalii factori determinanți ai evoluției pe termen mediu a cursului valutar real dintre leu și euro sunt:

- *ritmul de creștere a bazei monetare,*
- *diferența dintre creșterea productivității și creșterea salariilor reale (aprecierea maximă permisă, conform „regulii de aur”),*
- *evoluția cursului de schimb dintre euro și dolar,*

- *situația contului curent.*

Practic, acești factori reprezintă motivațiile BNR de a interveni pe piața valutară:

- pentru a sprijini politica de dezinflație (prin ajustarea bazei monetare realizată cu ajutorul operațiunilor de vânzare-cumpărare de valută),
- pentru a limita aprecierea reală la un nivel sustenabil, care să nu pericliteze competitivitatea externă (nivel determinat pe baza evoluției productivității și a salariilor reale),
- pentru a asigura traiectoria dorită a cursului de schimb al leului în raport cu coșul valutar de referință (în cazul modificării cursului de schimb dintre monedele care compun acest coș),
- pentru a asigura echilibrul extern (și a limita aprecierea reală a leului în cazul deteriorării situației contului curent).

Testele econometrice au arătat că evoluția factorilor determinanți menționați mai sus cauzează (în sens Granger) evoluția cursului valutar real. Ceea ce nu s-a putut stabili însă este dacă ajustarea cursului valutar real se realizează în mod natural pe piață, sau cu un anumit „ajutor” din partea BNR. Analiza rolului BNR și, respectiv, a rolului pieței în ajustarea cursului valutar real la evoluția factorilor determinanți, ar fi o posibilitate interesantă de dezvoltare a acestei analize.

Până în 2002, cursul valutar real dintre leu și euro s-a apreciat. Recent, s-a putut observa o schimbare a acestei tendințe și o depreciere reală a leului față de moneda unică europeană. Această evoluție nu a condus la îndepărtarea cursului valutar real de nivelul de echilibru, fiind cel mai probabil provocată de aprecierea euro față de dolar (dolarul mai deține încă o pondere semnificativă în cadrul coșului valutar de referință) și de înrăutățirea situației contului curent.

Deviațiile cursului valutar real față de nivelul de echilibru s-au încadrat în general în limita de $\pm 2\%$, cu câteva excepții (în care deviația s-a încadrat totuși în limita de $\pm 4\%$).

O particularitate a economiei românești se referă la creșterea mai rapidă a prețurilor de producție decât creșterea prețurilor de consum, sau a prețurilor serviciilor. În acest context cursul valutar real calculat pe baza prețurilor de consum s-a apreciat mai moderat decât cursul valutar real calculat pe baza prețurilor de producție (contrar evoluției din celelalte țări ECE). În cele două analize efectuate privind cursul valutar real (cea în POOL și cea bazată pe serii temporare), nu s-a putut evidenția prezența efectului Blassa-Samuelson în România. Însă, evaluarea acestui efect este în practică foarte dificilă, din cauza imposibilității delimitării cu exactitate a sectorului expus concurenței externe de

sectorul protejat. Desigur, indicatorii utilizați în această lucrare pentru surprinderea efectului Balassa-Samuelson prezintă unele imperfecțiuni, care pot afecta într-o anumită măsură rezultatele obținute.

În ansamblu, se poate aprecia că nu există motive serioase de îngrijorare privind aderarea țărilor ECE la zona euro. În aceste țări pregătirile pentru aderarea la UEM au început deja de ceva vreme, în prezent o mare parte din aceste pregătiri fiind deja realizate. O mare parte din criteriile de convergență sunt deja îndeplinite de țările ECE (cel puțin jumătate din criteriile prevăzute), procesul de convergență reală are loc și decalajele existente vor fi reduse în timp, iar utilizarea criteriilor propuse de teoria ZMO nu indică existența unor impedimente serioase în calea aderării țărilor ECE la UEM (în orice caz, nu mai serioase decât pentru actualii membri ai zonei euro). Temerile exprimate în legătură cu riscurile asociate participării țărilor ECE la SME II sunt exagerate, în aceste țări vulnerabilitatea externă și vulnerabilitatea financiară fiind reduse – singurul element care determină o fragilitate financiară mai mare în țările ECE decât în țări membre ale zonei euro (precum Grecia, Irlanda, Portugalia) este gradul foarte redus de dezvoltare a sistemelor financiare. Aprecierea reală a monedelor țărilor ECE pare să fie un fenomen de echilibru, determinat de evoluția variabilelor fundamentale din economie – la sfârșitul anului 2003 deviațiile cursului valutar real față de cursul valutar real de echilibru erau reduse, cuprinse în intervalul (-4,3%; +2,6%).

România se află (împreună cu Bulgaria) într-o fază mai puțin avansată a procesului de aderare la UE. Cu toate acestea, pregătirile pentru aderarea ulterioară la zona euro au început deja și în țara noastră, evoluțiile din ultimii ani fiind deosebit de favorabile în acest sens (domeniile în care încă mai persistă decalaje importante în raport cu țările ECE, care au devenit membre cu derogare ale UE, s-au redus semnificativ). Deși sistemul financiar este foarte slab dezvoltat, riscul apariției unor crize financiare sau valutare este foarte redus, fapt care ar trebui să asigure sustenabilitatea participării la SME II. Cursul valutar real a prezentat o evoluție ușor atipică, fără a se îndepărta însă de cursul valutar real de echilibru. În aceste condiții, se poate aprecia că aderarea României la UEM nu va ridica probleme deosebite, existând premise favorabile pentru desfășurarea rapidă și în bune condiții a acestui proces. Pentru a ca aceste premise să se transforme în condiții concrete, este necesar ca autoritățile române să își continue eforturile de pregătire și să rămână vigilente, astfel ca dintre toate drumurile care duc la zona euro să îl aleagă pe cel care asigură cea mai plăcută călătorie.

Referințe bibliografice:

- [1.] **Abreu M. (2003)**, „The Portuguese escudo in the ERM”, în *Economic Bulletin*, Banco de Portugal, decembrie
- [2.] **Adão B., Pina J. (2003)**, „The Portuguese Escudo In The ERM And The Effectiveness Of The Exchange Rate Management”, în *Economic bulletin*, Banco de Portugal, iunie
- [3.] **Aglietta M., Baulant C., Moatti S. (2002)**, *Exchange Rate Regimes, Monetary Policies and competitiveness in Central Europe*, articol prezentat la conferința „Towards regional currency areas”, Santiago, Chile, 26-27 martie
- [4.] **Alberola E., Cervero S.G., Lopez H., Ubide A. (1999)**, *Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, „Ins”, „Outs”, and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework*, IMF, WP Nr.175, decembrie
- [5.] **Alexander V. (2000)**, *The problem of optimal exchange rate systems for Central European Countries*, lucrare prezentată la European University Viadrina, Frankfurt, octombrie
- [6.] **Alonso-Gamo P., Fabrizio S., Kramarenko V., Wang Q (2002)**, *Lithuania: History and Future of the Currency Board Arrangement*, IMF, WP/02/127, august
- [7.] **Alper C.E., Saglam I. (2000)**, *The equilibrium real exchange rate: evidence from Turkey*, lucrare prezentată la a 20-a întâlnire anuală a MEEA și Allied Social Sciences Association, Boston, ianuarie
- [8.] **Antoși D., Udrea I., Braun H. (2003)**, „Mecanismul de transmitere a politicii monetare în România”, în BNR, *Caiete de studiu*, nr. 13
- [9.] **Artus P. (1997)**, *L'unification monétaire et l'équilibre financier entre l'Europe et le reste du monde*, Caisse de dépôts et consignations, Service des études économiques et financières, Série Economie Internationale
- [10.] —. **(2001)**, *L'euro et la Banque Centrale Européenne (un premier bilan)*, Ed. Economica, Paris
- [11.] —. **(2003)**, „Le coût des changes fixes pour les PECO”, în *Economie Internationale*, Nr. 2003-67/EI, ianuarie
- [12.] **Artus P., Ricoeur-Nicolai N. (1999)**, „Quel système de change entre les pays de l'Europe centrale et la zone d'union monétaire?”, în *Revue économique*, Vol.50, nr.6, noiembrie
- [13.] **Aubin C., Norel P. (2000)**, *Economie internationale*, Ed. du Seuil, Paris
- [14.] **Aubin C., Berdot J.P., Goyeau D., Leonard J.,** *Quelles convergences financières pour les PECO? Une analyse économétrique de l'évolution des marchés d'actions (1998-2002)*, document de travail CRIEF nr. M2003-04, Université de Poitiers
- [15.] **Backé P., Thimann C. și alii (2004)**, *The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review*, ECB, Occasional Paper Series, Nr. 10, februarie
- [16.] **Backé P., Wójcik C. (2002)**, „Unilateral Euroisation: A Suitable Road Towards Joining the Euro Area For Central and Eastern European EU Accession Countries?”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p.199-243
- [17.] **Balcerowicz L. (2002)**, „The Way to EMU from a Candidate Country's Perspective”, în *CESifo Forum*, nr.2

- [18.] **Banca Angliei (2000)**, *Practical Issues Arrising from the Euro*, iunie
- [19.] **Banca Austria Creditanstalt (2004)**, *Xplicit – “12 + 8 = 20” The Euro in Eastern Europe*, ianuarie
- [20.] —. (2004a), *Xplicit – Banking in CEE*, aprilie
- [21.] **Banca Franței (2001)**, *Bulletin de la Banque de France*, nr.88, aprilie
- [22.] —. (2002), *Bulletin de la Banque de France*, nr.107, noiembrie
- [23.] **Banca Mondială (2000)**, *Progress Toward the Unification of Europe*, septembrie
- [24.] —. (2002), *Transition – The First Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union*, Washington DC
- [25.] —. (2004), *Romania, Restructuring for EU Integration – the Policy Agenda*, Country Economic Memorandum, Report Nr.29123-Ro, Vol I, Summary Report, iunie
- [26.] **Banca Națională Cehă (2003)**, *ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion*, Information material for the Czech Government, iulie
- [27.] **Banca Sloveniei (2003)**, *Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro*, Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia, noiembrie
- [28.] **Barabás G. (2003)**, *Coping with the speculative attack against the forint’s band*, MNB Background Studies nr.2003/3, mai
- [29.] **Barisitz S. (2001)**, „The Development of the Romanian and Bulgarian Banking Sectors since 1990”, în *Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition*, nr.1/2001
- [30.] **BCE (2000)**, *Convergence Report*
- [31.] —. (2000), *La politique monétaire unique en phase III – Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l’Eurosystème*, noiembrie
- [32.] —. (2000a), *The Eurosystem and the EU enlargement process*, Monthly Bulletin, februarie, p.39 -52
- [33.] —. (2001), *La Banque Centrale Européenne*, martie
- [34.] —. (2001a), *Money and Banking Statistics in The Accession Countries: Methodological Manual*, aprilie
- [35.] —. (2002), *Blue Book – Payment and securities settlement systems in accession countries*, august
- [36.] —. (2002a), *Financial Sectors in EU Accession Countries*, iulie
- [37.] —. (2002b), *Monthly Buletin*, martie și noiembrie
- [38.] —. (2002c), „Economic fundamentals and the exchange rate of the euro”, în *Montly Bulletin*, ianuarie, p.41-55
- [39.] —. (2002d), *Rapport sur la convergence*, 2002
- [40.] —. (2003), *Policy Position Of The Governing Council Of The European Central Bank On Exchange Rate Issues Relating To The Acceding Countries*, decembrie
- [41.] —. (2003a), *Bond Markets and Long-Term Interest Rates in European Union Accession Countries*, octombrie
- [42.] —. (2003b), *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accession Countries: Methodological Manual*, Vol.I și II, mai
- [43.] —. (2003b), *Target – the Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*

- [44.] —. (2004), *The Monetary Policy of the ECB*
- [45.] —. (2004a), *Assessment of accession countries' securities settlement systems – against the standards for the use of EU settlement systems in Eurosystem credit operations*, ianuarie
- [46.] —. (2004b), *TARGET Annual Report 2003*, 2004
- [47.] —. (2004c), *Convergence Report*
- [48.] **Begg D. (2001)**, *Capital inflows, monetary policy and the exchange rate regime*, International Center for Economic Growth – European Center, WP Nr.1, septembrie
- [49.] **Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz C. (2002)**, *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*, CEPR, Policy Paper Nr.10, decembrie
- [50.] **Bénassy-Quéré A., Coeuré B. (2002)**, *The Survival of Intermediate Exchange Rate Regimes*, CEPII, WP, Nr. 2002-07, iulie
- [51.] **Bénassy-Quéré A., Lahrèche-Révil A. (1999)**, „L'euro comme monnaie de référence à l'est et au sud de l'Union Européenne”, *Revue économique*, Vol. 50., Nr. 6., noiembrie, p.1185 – 1200
- [52.] **BERD (2003)**, *Transcript of the launch of the Transition Report 2003*, noiembrie
- [53.] **Berdot J.P., Leonard J. (2004)**, *L'intérêt d'un ciblage souple d'inflation dans la perspective de l'Union économique et monétaire: l'expérience de la Roumanie*, lucrare prezentată la simpozionul „Economics and Management of Transformation”, Timișoara, mai
- [54.] **Berg A., Borensztein E., Pattillo C. (2004)**, *Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?*, IMF WP/04/52, martie
- [55.] **BNR (1999)**, *Euro – Influențe asupra economiilor țărilor din Europa Centrală și de Est*, Buletin trimestrial nr.4, p.53-63
- [56.] —. (2001), *Raportul anual*
- [57.] —. (2001a), *Raportul asupra inflației 2000*
- [58.] —. (2002), *Raportul anual*
- [59.] —. (2002a), *Raport asupra inflației 1/2002*, anul II, nr.2, noiembrie
- [60.] —. (2003), *Raportul anual*
- [61.] —. (2003a), *Raport asupra inflației 2/2002*, mai
- [62.] —. (2003b), *Raport asupra inflației 1/2003*, octombrie
- [63.] —. (2004), *Raport asupra inflației 2/2003*, aprilie
- [64.] **Bofinger P. (2003)**, *Exchange rate policies and institutional arrangements in the transition process to European Monetary Union*, articol prezentat la “Workshop of the Pierre Werner Chair”, EUI Florența, octombrie
- [65.] **Bofinger P., Wollmerschäuser T. (2002)**, „Exchange Rate policies for the Transition to EMU”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p.95-132
- [66.] —. (2003), *Managed Floating as a Monetary Strategy*, mimeo, septembrie
- [67.] **Bonin J.P., Hasan I., Wachtel P. (2004)**, *Privatization Matters: Bank Efficiency in Transition Countries*, William Davidson Institute, WP nr.679, aprilie
- [68.] **Bonin J.P., Wachtel P. (2002)**, *Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade*, BOFIT, Discussion Papers, Nr.9/2002

- [69.] **Bordo M.D. (2003)**, *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*, IMF, WP/03/160, august
- [70.] **Boreiko D. (2002)**, *EMU and Accession Countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership*, Oesterreichische Nationalbank, WP Nr.69, iulie
- [71.] **Boțel C. (2002)**, „Cauzele inflației în România, iunie 1997 – august 2001. Analiză bazată pe vectorul autoregresiv structural”, în BNR, *Caiete de studii*, nr. 11
- [72.] **Boulhol H., Meunier N. (2003)**, „*UEM et PECO : 30 km à l'Est*”, în *Banque&Marchés*, nr.62, ianuarie-februarie, p. 18–27
- [73.] **Bourguinat H. (1999)**, *Finance Internationale – Après l'euro et les crises* (4^e édition revue et corrigée), Ed. PUF, Paris
- [74.] **Brada J., Tomsik V. (2003)**, *Foreign Direct Investment and Perceptions of Vulnerability to Foreign Exchange Crises: Evidence from Transition Economies*, ZEI, WP Nr.B03-10
- [75.] **BRI (2003)**, Annual Report, nr.73 (p. 34 – 59)
- [76.] **Brociner A. (1999)**, *Europa monetară*, Institutul European, Iași
- [77.] **Brousseau V., Detken C. (2001)**, *Monetary policy and fears of financial instability*, ECB, WP nr.89, noiembrie
- [78.] **Brouwer H., de Haas R., Kiviet B. (2002)**, *Banking sector development and financial stability in the run up to EU accession*, lucrare prezentată la conferința “Financial Stability in Emerging Economies: Steps Forward for Bankers and Financial Authorities”, organizată de De Nederlandsche Bank, iunie
- [79.] **Brüggemann A., Linne T. (2002)**, *Are the Central and Eastern European transition countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the signals approach*, BOFIT, Discussion Papers, Nr.5/2002
- [80.] **Bubula A., Ötker-Robe I. (2002)**, *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies*, IMF, WP/02/155, septembrie
- [81.] **Buiter W.H. (1998)**, *Alice in Euroland*, discurs ținut la Southbank University, Londra, decembrie
- [82.] **Buiter W.H., Grafe C. (2001)**, *Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries*, BERD, ianuarie
- [83.] —. (2002), *Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries*, CEPR Discussion Paper Nr.DP3184, ianuarie
- [84.] **Bussière M., Mulder C. (1999)**, *External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*, IMF, WP/99/88, iulie
- [85.] **Bussière M., Frantzscher M. (2002)**, *Towards a new early warning system of financial crises*, ECB, WP Nr.145, mai
- [86.] **Calvo G., Reinhart C. (2002)**, „Fear of Floating”, în *The Quarterly Journal of Economics*, Vol CXVII, nr.2, mai
- [87.] **Campos e Cunha L., Silva P. (2003)**, *Portugal and the EMU: 1996-2001, the crucial years*, mimeo, februarie
- [88.] **Caramazza F., Aziz J. (1998)**, *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, IMF, Economic Issues, Nr.13, aprilie
- [89.] **Carré M. (1997)**, „European Nominal and Real Convergence: Joint Process or Rival Dynamics?”, *Review of International Economics*, Special Supplement

- [90.] **Cavelaars P. (2002)**, *The Timing of EU Expansion and the Real Exchange Rate*, Die Nederlandsche Bank, MEB Series nr.2002-03, aprilie
- [91.] **Cărare A., Schaechter A., Stone M., Zelmer M. (2003)**, „Stabilirea condițiilor inițiale pentru adoptarea unui regim de țintire directă a inflației”, în volumul *Țintirea directă a inflației*, Colecția Biblioteca Băncii Naționale, Ed. Enciclopedică, București
- [92.] **Cărare A., Stone M.R. (2003)**, *Inflation Targeting Regimes*, IMF, WP/03/9, ianuarie
- [93.] **Cerna S. (1997)**, *Economie monetară și financiară internațională*, Ed. Mirton, Timișoara
- [94.] —. (1997), *Unificarea monetară în Europa*, Ed. Enciclopedică, Colecția Băncii Naționale
- [95.] —. (2000), *Moneda și teoria monetară*, vol I, Ed. Mirton, Timișoara
- [96.] **Chang R., Velasco A. (2000)**, „Financial Fragility and the Exchange Rate Regime”, în *Journal of Economic Theory*, Nr.92
- [97.] **Chobanov D., Sorsa1 P. (2004)**, *Competitiveness in Bulgaria: An Assessment of the Real Effective Exchange Rate*, IMF WP/04/37, martie
- [98.] **Cincibuch M., Vávra D. (2000)**, *Towards the EMU: A Need for Exchange Rate Flexibility?*, IHS, Transition Economics Series, Nr.17, iulie
- [99.] **Clark P.B., MacDonald R. (1998)**, *Exchange Rate and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs*, IMF, WP/98/67, mai
- [100.] —. (2000), *Filtering the BEER: A Permanent and Transitory Decomposition*, IMF, WP/00/144, august
- [101.] **Clerc L., Gouteron S. (2003)**, „Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants”, în *Bulletin de la Banque de France*, Nr.119, noiembrie, p.29-48
- [102.] **Comisia Europeană (2002)**, *Applicant Countries Eurobarometer 2001 (Public opinion in the countries applying for European Union membership)*, martie
- [103.] —. (2002a), *Communication de la Commission au Conseil et au Parlement Européen : Feuilles de Route pour la Bulgarie et la Roumanie*, Bruxelles, noiembrie
- [104.] —. (2002b), *Regular Report on Bulgaria's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [105.] —. (2002c), *Regular Report on Czech Republic's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [106.] —. (2002d), *Regular Report on Estonia's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [107.] —. (2002e), *Regular Report on Hungary's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [108.] —. (2002f), *Regular Report on Latvia's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [109.] —. (2002g), *Regular Report on Lithuania's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [110.] —. (2002h), *Regular Report on Poland's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [111.] —. (2002i), *Regular Report on Romania's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [112.] —. (2002j), *Regular Report on Slovakia's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie
- [113.] —. (2002k), *Regular Report on Slovenia's Progress Towards Accession*, Bruxelles, octombrie

- [114.] —. **(2002l)**, *Towards The Enlarged Union (Strategy Paper and Report of the European Commission on the progress towards accession by each of the candidate countries)*, Bruxelles, octombrie
- [115.] —. **(2003)**, *Enlargement Papers – European Economy*, Nr.19, noiembrie
- [116.] —. **(2003a)**, *Enlargement Papers – European Economy*, Nr.20, noiembrie
- [117.] —. **(2003b)**, *Poursuivre l'élargissement. Document de stratégie et Rapport de la Commission européenne sur les progrès réalisés par la Bulgarie, la Roumanie et la Turquie sur la voie de l'adhésion*, noiembrie
- [118.] —. **(2003c)**, *Rapport global de suivi de la Commission européenne sur le degré de préparation à l'adhésion à l'UE de la République tchèque, de l'Estonie, de Chypre, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Hongrie, de Malte, de la Pologne, de la Slovénie et de la Slovaquie*, noiembrie
- [119.] —. **(2003d)**, *Regular Report on Bulgaria's Progress Towards Accession*, Bruxelles, noiembrie
- [120.] —. **(2003e)**, *Regular Report on Romania's Progress Towards Accession*, Bruxelles, noiembrie
- [121.] —. **(2003f)**, *Enlargement Papers - European Economy*, nr.18, septembrie
- [122.] **Commelin B. (1998)**, *Europa economică*, Institutul European, Iași
- [123.] **Coricelli F., Jazbec B. (2002)**, *Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies*, CEPR, Discussion paper series, nr. 2869, iulie
- [124.] —. **(2002)**, *Exchange Rate Arrangements in the Accession to the EMU*, lucrare prezentată la „The Eighth Dubrovnik Economic Conference”, Dubrovnik, iunie
- [125.] **Coricelli F., Jazbec B., Masten I. (2003)**, *Exchange Rate Pass-Through in Candidate Countries*, CEPR, Discussion Paper Series, Nr.3894, mai
- [126.] **Corker R., Beaumont C., van Elkan R., Iakova D. (2000)**, *Exchange Rate Regimes in Selected Advances Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession*, IMF, Policy Discussion Paper PDP/00/3, aprilie
- [127.] **Coudert V. (2004)**, „Comment évaluer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ?”, în *Bulletin de la Banque de France*, Nr.122, februarie, p.27-48
- [128.] **Coudert V., Couharde C. (2002)**, *Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities For CEECs in the Run-up to EMU Membership*, CEPII WP Nr.2002-15, decembrie
- [129.] **Courdet V., Yanitch J.P. (2002)**, „Dix ans de transition des régimes de change des pays de l'Europe centrale et orientale candidats à l'Union européenne : bilan et perspectives”, în *Bulletin de la Banque de France*, nr.99, martie, p.75-89
- [130.] **Crespo-Cuaresma J., Fidrmuc J., MacDonald R. (2003)**, *The monetary approach to exchange rates in the CEECs*, BOFIT, Discussion Papers, Nr.14/2003
- [131.] **Crespo-Cuaresma J., Fidrmuc J., Silgoner M.A. (2004)**, *Fundamentals, the exchange rate and the next EU enlargement rounds – Evidence from Bulgaria, Croatia, Romania and Turkey*, mimeo
- [132.] **Croitoru L., Schaffer M.E. (2002)**, „Restricțiile bugetare slabe în România : măsurare, evaluare și măsuri de politică economică”, în BNR, *Caiete de studii*, nr. 12
- [133.] **Csajbók A., Csermely Á. (2002)**, *Adopting the euro in Hungary: expected costs, benefits and timing*, MNB Occasional Papers, Nr. 24

- [134.] **Daltung S. (2001)**, „The relationship between price stability and financial stability”, în Bank of Sweden, *Economic Review*, Nr.4/2001, p.5-27
- [135.] **Darvas Z. (2001)**, *Exchange rate pass-through and real exchange rate in EU candidate countries*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Discussion paper Nr.10/01, mai
- [136.] —. (2003), *Analysis of large real exchange rate appreciation episodes*, MNB, Background Studies Nr.2003/2, iulie
- [137.] **Dăianu D., Vrânceanu R. (2002)**, *Opening the Capital account of Transition Economies : How Much and How Fast*, articol prezentat la conferința „Exchange Rates Strategies during EU Enlargement”, Budapesta, noiembrie
- [138.] **de Broeck S., Sløk T. (2001)**, *Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries*, IMF, WP/01/56, mai
- [139.] **de Cecco M., Giovannini A. (1989)**, (editat de) *A European Central Bank? - Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS*, Cambridge University Press, Cambridge
- [140.] **de Grawe P. (2002)**, „The Euro at Stake ? The Monetary Union in an Enlarged Europe”, în *CESifo Forum*, nr.2
- [141.] **de Haas R., van Lelyveld I. (2003)**, *Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe: Friends or Foes? A Panel Data Analysis*, De Nederlandsche Bank, MEB Series nr.2003-04 – Research Series Supervision nr.58, mai
- [142.] **de Souza L.V. (2003)**, *Beyond Transition: Essays on the monetary integration of the Accession Countries in Eastern Europe*, Universitatea din Rotterdam, teză de doctorat susținută în martie
- [143.] **de Souza L.V., Ledrut E. (2002)**, *Alternative Paths Towards EMU: Lessons from an Expanded Mundell-Fleming Model for the Accession Countries*, Kiel Institute for World Economics, WP Nr.1132, octombrie
- [144.] **Detken C., Dieppe A., Henry J., Martin C., Smets F. (2002)**, *Model Uncertainty and the Equilibrium Value of the Real Effective Euro Exchange Rate*, ECB WP Nr.160, iulie
- [145.] **Detragiache E., Hamann A. (1997)**, *Exchange Rate-Based Stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal*, IMF, WP/97/75, iunie
- [146.] **Deutsche Bank Research (2003)**, *EMU Watch*, Nr. 97, martie
- [147.] —. (2004), *EU Monitor-Reports on European Integration*, Nr.12, aprilie
- [148.] **Deutsche Bundesbank (2002)**, „Fundamental determinants of real exchange rate movements in the central and east European accession countries”, în *Monthly Report*, Vol. 54, Nr.10, octombrie, pg. 47-60
- [149.] —. (2003), *Monthly Report*, iulie, p.15-20; p.39-55
- [150.] **Dévoluy M. (1998)**, *L'Europe monétaire. Du SME à la monnaie unique (2^e édition)*, Hachette Supérieur, Collection Les Fondamentaux, Paris
- [151.] **Dickenson D.G., Millineux A.W. (2001)**, (editat de) *Financial and Monetary Integration in the New Europe (Convergence between the EU and Central and Eastern Europe)*, Ed. Edward Elgar, Cheltenham
- [152.] **Dinger V. (2002)**, *The Banking Sector of the EU Accession Candidate Countries from Central and Eastern Europe: Size and Development*, ZEI, august

- [153.] **Domaç I., Mendoza A. (2004)**, *Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework? Evidence from Mexico and Turkey*, World Bank Policy Research Working Paper nr.3288, aprilie
- [154.] **Downes P., Marston D., Otker I. (1999)**, *Mapping Financial Sector Vulnerability in a Non-Crisis Country*, IMF, Policy Discussion Paper, mai
- [155.] **Dubravko M. (2002)**, *The Balassa-Samuelson effect in central Europe : a disaggregated analysis* lucrare prezentată la *The Eighth Dubrovnik Economic Conference*, Dubrovnik, iunie
- [156.] **Dufrenot G., Égert B. (2003)**, *Real Exchange Rates in Central and Eastern Europe: What Scope for the Underlying Fundamentals?*, mimeo, iulie
- [157.] **Edwards S. (1996)**, *The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes*, NBER, WP nr.5756, septembrie
- [158.] **Égert B. (2002)**, *Equilibrium real exchange rates in central Europe's transition economies: knocking on heaven's door?*, William Davidson Institute, WP Nr.480, iulie
- [159.] —. **(2003)**, *Assessing equilibrium real exchange rates in accession countries: Can we have DEER with BEER without FEER? - A critical survey of the literature*, lucrare prezentată la al LII-a Congres al AFSE, Paris, septembrie
- [160.] —. **(2004)**, *Assessing equilibrium real exchange rates in accession countries: Can we have DEER with BEER without FEER? - A critical survey of the literature*, BOFIT, Discussion Papers, No.1/2004
- [161.] **Égert B., Drine I., Lommatzsch K., Rault C. (2002)**, *The Balassa -Samuelson Effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality?*, William Davidson Institute, WP Nr.483, iulie
- [162.] **Égert B., Lahrière-Révil A. (2002)**, *Le taux de change d'équilibre fondamental des pays d'Europe centrale et orientale candidates à l'Union européenne*, lucrare prezentată la conferința „Policy Modeling”, Bruxelles, iulie
- [163.] —. **(2003)**, *Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rate of Central and Eastern European Countries - The EMU Enlargement Perspective*, CEPII, WP Nr.2003-05, iunie
- [164.] **Égert B., Lahrière-Révil A., Lommatzsch K. (2004)**, *The Stock-Flow Approach to the Real Exchange Rate of CEE Transition Economies: In-Sample vs. Out-Of-Sample Estimates*, lucrare prezentată la Nisa, iunie
- [165.] **Égert B. și Lommatzsch K. (2003)**, „Equilibrium Real Exchange Rates in Acceding Countries: How Large Is Our Confidence (Interval)?”, în Oesterreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, Nr.2/2003
- [166.] —. **(2004)**, *Equilibrium Exchange Rates in the Transition: The Tradable Price-Based Real Appreciation and Estimation Uncertainty*, William Davidson Institute, WP Nr.676, aprilie
- [167.] **Eichengreen B. (1997)**, *European Monetary Unification : Theory, Practice, and Analysis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, Londra
- [168.] —. **(2000)**, *The EMS Crisis in Retrospect*, articol prezentat la “The Conference Celebrating the 75th Anniversary of the Banco de Mexico”, Mexico City, noiembrie
- [169.] **Eichengreen B., Hausmann R. (1999)**, *Exchange rates and financial fragility*, NBER, WP Nr.7418, noiembrie
- [170.] **Eijffinger S.C.W. (2003)**, *Accession Countries and ERM II*, Briefing Paper on "The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the Economic Situation in Europe - 3rd Quarter 2003(August 2003)" for the European Parliament

- [171.] **Elsingery H., Leharz A., Summerx M. (2002)**, *Risk Assessment for Banking Systems*, Oesterreichische Nationalbank, WP Nr.69, octombrie
- [172.] **European Economic Advisory Group at CESifo (2004)**, *Report on the European Economy 2004*, CESifo, München, capitolele V și VI, p.96-136
- [173.] **Fahrholz C. (2003)**, *Strategic Exchange-Rate Policy of Accession Countries in ERM II*, Ezoneplus, WP Nr.14, aprilie
- [174.] **Fatàs A. (1997)**, „EMU: Countries or Regions? Lessons from the EMS Experience”, *European Economic Review*, nr. 41, p. 743 - 751
- [175.] **Faugere J.P. (2000)**, *Moneda și politica monetară*, Institutul European, Iasi
- [176.] **Faure F. (2004)**, „L'intégration des pays d'Europe centrale dans l'UEM : le plus tôt serait-il le mieux ? (I)”, în buletinul *Conjuncture* editat de BNP Paribas, septembrie
- [177.] **Fidrmuc J. (2001)**, *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intraindustry Trade, and EMU Enlargement*, lucrare prezentată la “The Annual Meeting of the Austrian Economic Association (NOeG)”, Graz, mai
- [178.] **Fidrmuc J., Horváth J. (1998)**, *Stability of Monetary Unions: Lessons from the Break-up of Czechoslovakia*, Tilburg University - Center for Economic Research, Discussion Paper Nr.74, iunie
- [179.] **Fischer C. (2002)**, *Real currency appreciation in accession countries: Balassa-Samuelson and investment demand*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Discussion paper Nr.19/02, iulie
- [180.] **Fischer S. (2001)**, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct ?*, mimeo, ianuarie
- [181.] **FMI (1999)**, *Statistiques Financières Internationales*, martie
- [182.] —. **(2000)**, *Macprudential Indicators of Financial System Soundness*, Occasional Paper, Nr.192, aprilie
- [183.] —. **(2000a)**, *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, martie
- [184.] —. **(2001)**, *Romania: Selected Issues and Statistical Appendix.*, Country Report Nr.01/16, ianuarie
- [185.] —. **(2001a)**, *Financial Soundness Indicators: Policy Paper*, iunie
- [186.] —. **(2002)**, *Into the EU – Policy Framework in central Europe*, Washington D.C.
- [187.] —. **(2003)**, *Country report Nr.03/55*, martie
- [188.] —. **(2003a)**, *Financial Soundness Indicators*, mai
- [189.] —. **(2003b)**, *Financial Soundness Indicators – Background Paper*, mai
- [190.] —. **(2003c)**, *Romania: Selected Issues and Statistical Appendix*, Country Report Nr.03/12, ianuarie
- [191.] —. **(2003d)**, *Romania: Financial System Stability Assessment, Including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism, Monetary and Financial Policy Transparency*, Country Report Nr.03/389, decembrie
- [192.] —. **(2004)**, *Adopting the Euro in the New Member states: the next step in European integration*, Transcript of an IMF Economic Forum, Washington, mai
- [193.] —. **(2004a)**, *Transcript of a Press Conference on Central Europe's Adoption of the Euro with Susan Schadler, Deputy Director of the European Department*, Washington, aprilie

- [194.] —. **(2004b)**, *Romania: Ex Post Assessment of Longer-Term Program Engagement—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania*, Country Report nr.04/113, aprilie
- [195.] —. **(2004b)**, *Romania : Selected Issues and Statistical Appendix*, Country Report no.04/220, iulie
- [196.] —. **(2004c)**, *Romania: 2004 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania*, Country Report nr.04/221, iulie
- [197.] **FMI, Banca Mondială (2003)**, *Financial Sector Assessment Program – Review, Lessons, and Issues Going Forward*, februarie
- [198.] **Fondation Singer-Polignac (1999)**, (editat de) *L'euro facteur d'avancée de l'Europe (Actes du colloque du 18 juin 1999)*, Ed. Economica, Paris
- [199.] **Frankel J.A. (1999)**, *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER, WP Nr.7338, septembrie
- [200.] —. **(2003)**, *Experience of the lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, NBER, WP Nr.10032, octombrie
- [201.] **Frankel J.A., Rose A.K. (1996)**, *The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, NBER, WP No.5700, august
- [202.] —. **(1997)**, „Is EMU more justifiable ex post than ex ante?”, *European Economic Review*, Nr. 41, p. 752 – 760
- [203.] **Fries S., Taci A. (2002)**, *Banking reform and development in transition economies*, BERD, WP nr.71, iunie
- [204.] **Fukuda H. (2002)**, *The Theory of Optimum Currency Areas: An introductory survey*, articol prezentat la Mita Festival 2002
- [205.] **Gabrisch H. (2002)**, *Financial fragility and exchange rate arrangements of EU candidate countries*, International Center for Economic Growth – European Center, WP Nr.5, noiembrie
- [206.] **Gibson H.D., Tsakalotos E. (2003)**, *Capital Flows and Speculative Attacks in Prospective EU Member States*, Bank of Greece, WP Nr.6, octombrie
- [207.] **Goldstein M. (2002)**, *Managed Floating Plus*, Institute for International Economics
- [208.] **Goodhart C.A.E. (1995)**, „The Political Economy of Monetary Union”, *Understanding Interdependence – The Macroeconomics of the Open Economy* (edited by Kennen, P.B.), Princeton University Press, Princeton, New Jersey
- [209.] **Ghosh S., Ghosh A. (2003)**, *Structural Vulnerabilities and Currency Crises*, IMF Staff Papers, Vol.50, Nr.3
- [210.] **Grupul „Appel des économistes pour sortir de la pensée unique” (1997)**, (editat de) *La monnaie unique en débat (Nouvelles perspectives)*, Ed. Syros, colecția Alternatives Economiques, Paris
- [211.] **Gulde A.M., Kähkönen J., Keller P. (2000)**, *Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone*, IMF, Policy Discussion Paper PDP/00/1, ianuarie

- [212.] **Gulde-Wolf A.M., Keller P. (2002)**, „Another Look at Currency Board Arrangements and Hard Exchange Rate Pegs for Advanced EU Accession Countries”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p. 271-303
- [213.] **Guvernul României (2000)**, *Strategia națională de dezvoltare economică a României pe termen mediu*, martie
- [214.] —. **(2000a)**, *Programul național de aderare a României la Uniunea Europeană*, mai
- [215.] —. **(2001)**, *Programul economic de preaderare al României*, septembrie
- [216.] —. **(2003)**, *Programul Economic de Preaderare*, București, august
- [217.] —. **(2004)**, *Raport asupra progreselor înregistrate în pregătirea pentru aderarea la Uniunea Europeană în perioada septembrie 2003 - iunie 2004*, iunie
- [218.] **Halpern L., Wyplosz C. (1998)**, *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Further Results*, mimeo, noiembrie
- [219.] —. **(2001)**, „Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection”, în UN/ECE, *Economic Survey of Europe*, Nr.1, Geneva, septembrie
- [220.] **Hansen J., Roeger W. (2000)**, *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, Comisia Europeană, Economic papers Nr.144, septembrie
- [221.] **Hellman J., Jones G., Kaufmann D., Schankerman M. (2000)**, *Measuring governance and state capture: the role of bureaucrats and firms in shaping the business environment – results of a firm-level study across 20 transition economies*, BERD, WP nr.51, iunie
- [222.] **Hellman J., Kaufmann D. (2001)**, „La captation de l’Etat dans les économies en transition: un défi à relever”, în *Finances & Développement*, septembrie, p.31-35
- [223.] **Holub T. (2004)**, *Foreign Exchange Interventions Under Inflation Targeting: The Czech Experience*, CNB Internal Research and Policy Note nr.1, ianuarie
- [224.] **Holub T., Čihák M. (2003)**, *Price Convergence: What Can the Balassa-Samuelson Model Tell Us?*, Czech National Bank, WP Nr.8/2003, decembrie
- [225.] **Hoontrakul P.**, *Exchange Rate Theory: A Review*, Chulalongkorn University, Discussion Paper, decembrie
- [226.] **Horvath J. (2003)**, *Optimum currency area theory: A selective review*, BOFIT, Discussion Papers, Nr.15/2003
- [227.] **Hristov K. (2002)**, *Fundamental Equilibrium Exchange Rates and Currency Boards: Evidence from Argentina and Estonia in the 90’s*, Bulgarian National Bank, Discussion Paper DP/22/2002, aprilie
- [228.] **Huang H., Wei S.J. (2003)**, *Monetary policies for developing countries: the role of corruption*, NBER, WP nr.10093, noiembrie
- [229.] **Hutchinson H. (1988)**, *Money, Banking and the United States Economy*, Sixth Edition, Ed. Prentice Hall, New Jersey, p. 506-550
- [230.] **ICEG European Center (2002)**, *Inflation and Desinflation in central and Eastern Europe – Trends in the Region*, nr.1
- [231.] **Iorga E., Salater W., Pitulea G., Cazacu C., Oancea C. (2004)**, *Țintirea directă a inflației În Republica Cehă, Polonia și Ungaria: Implementare și performanțe*, BNR
- [232.] **Isărescu M. (2003)**, *Spre o nouă strategie de politică monetară: țintirea directă a inflației*, Disertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității din Craiova, octombrie
- [233.] —. **(2003a)**, *14 ani de evoluții monetare*, BNR, noiembrie

- [234.] —. (2004), *Trecerea României la Euro*, articol prezentat la Conferința organizată de Colegiul Academic al Universității Babeș-Bolyai, Cluj Napoca, martie
- [235.] **Jahjah S. (2001)**, *Financial Stability and Fiscal Crises in a Monetary Union*, IMF, WP/01/201, decembrie
- [236.] **Jankovics L. (2002)**, *The Bumpy Road to EMU: Similarities and Discrepancies in the Accession Countries*, articol prezentat la conferința „Exchange Rate Strategies During EU Enlargement”, Budapesta, noiembrie
- [237.] **Järvinen M. (2002)**, *The Importance of Nominal Convergence for EU Candidate Countries*, World Bank, Transition Newsletter (pe site-ul www.worldbank.org/transitionnewsletter/archives.htm)
- [238.] **Jazbec B. (2001)**, „Determinants of real Exchange Rates in Transition Economies”, în Oesterreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, Nr.2/2001, p.43-57
- [239.] —. (2002), *Real Exchange Rates in Transition Economies*, William Davidson Institute, WP Nr.482, iulie
- [240.] **Joly H., Prigent C., Sobczak N. (1996)**, *Le taux de change réel d'équilibre: une introduction*, Ministère de l'Economie des Finances et de l'Industrie, Document de travail Nr. 96-10, noiembrie
- [241.] **Johnston R.B., Chai J., Schumacher L. (2000)**, *Assesing Financial System Vulnerabilities*, IMF, WP/00/76, aprilie
- [242.] **Jonas J., Mishkin F.S. (2003)**, *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospect*, NBER, WP nr. 9667, aprilie
- [243.] **Jonung L. (2002)**, „EMU And The Euro – The First 10 Years - Challenges To The Sustainability And Price Stability Of The Euro Area - What Does History Tell Us?” în *Economic Papers*, Nr. 165, februarie
- [244.] **Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. (1998)**, *Leading indicators of currency crises*, IMF Staff Papers, Vol. 45, Nr.1, martie
- [245.] **Kauffmann P. (1999)**, *L'euro (2^e édition)*, Ed. Dunod, Paris
- [246.] **Keller M. (2000)**, *Recent Experience with Currency Boards and Fixed Exchange Rates in the Baltic Countries and Bulgaria and Some Lessons for the Future*, articol prezentat la seminarul „Currency Boards – Experience and Prospects”, Tallinn, mai
- [247.] **Kemme D.M., Roy S. (2002)**, *Exchange Rate Misalignment: Macroeconomic fundamentals as an Indicator of Exchange Rate Crises in Transition Economies*, lucrare prezentată la European Association of Comparative Economics Meetings, Forli, iunie
- [248.] **Kenen P.B. (1995)**, (editat de) *Understanding Interdependence – The Macroeconomics of the Open Economy*, Ed. Princeton University Press, Princeton, New Jersey
- [249.] **Klyuev V. (2001)**, *A Model of Exchange Rate Regime Choice in the Transitional Economies of Central and Eastern Europe*, IMF WP/01/140, septembrie
- [250.] **Kohler H., Wes M. (1999)**, *Implications of the euro for the integration process of the transition economies in central and eastern Europe*, BERD WP no.38, martie
- [251.] **Kolodko G. (2001)**, *Ten Years of Postsocialist Transition: the Lessons for Policy Reforms*, The World Bank Development Economics Research Group, Washington DC
- [252.] **Komárek L., Čech Z., Horváth R. (2003)**, *ERM II Membership – the View of the Accession Countries*, Czech National Bank, WP Nr.11/2003, decembrie

- [253.] —. (2003a), *Optimum Currency Area Indices – How Close is the Czech Republic to the Eurozone?*, Czech National Bank, WP Nr.10/2003, decembrie
- [254.] **Komulainen T., Lukkarila J. (2003)**, *What drives financial crises in emerging markets?*, BOFIT, Discussion Papers, Nr.5/2003
- [255.] **Kopcke R.W. (1999)**, „Currency Boards: Once and Future Monetary Regimes?”, în *New England Economic Review*, mai/iunie 1999 (pg. 21-37)
- [256.] **Kopits G. (1999)**, *Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe*, IMF, WP/99/9, ianuarie
- [257.] **Kouparitsas M.A. (2001)**, *Is the United States an optimum currency area? An empirical analysis of regional business cycles*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2001-22, decembrie
- [258.] **Kovács M.A. (2003)**, *How real is the fear? Investigating the Balassa-Samuelson effect in CEC5 Countries in the Prospect of EMU Enlargement*, lucrare prezentată la conferința „Monetary Strategies for Accession Countries”, Budapesta, februarie
- [259.] **Krkosha L. (2000)**, *Assessing macroeconomic vulnerability in central Europe*, BERD, WP Nr.51, iunie
- [260.] **Krugman P., Miller M. (1992)**, *Exchange Rate Targets and Currency Band*, Cambridge University Press, Cambridge
- [261.] **Kurtz E., Yanitch J.P., Pouvelle C. (2003)**, „Impact de l’élargissement sur la convergence dans l’Union européenne”, în *Bulletin de la Banque de France*, Nr.118, octombrie (p.39-61)
- [262.] **Kutan A.M., Yigit T.M. (2002)**, *Nominal and Real Stochastic Convergence within the Transition Economies and to the European Union: Evidence From Panel Data*, ZEI, WP Nr. B02-21
- [263.] **Lahrèche-Révil A. (2004)**, *La voie étroite de l’élargissement monétaire*, în „La Lettre du CEPII”, Nr.233, aprilie
- [264.] **Lai A. (2002)**, *Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature*, Bank of Canada, WP Nr.2002-12, mai
- [265.] **Leonard, J., Berdot, JP. (2002)**, *The Transition of CEECs to Euroland : The Choice of a Currency Regime*, (articol prezentat la simpozionul “Economics and Management of Transformation”, Timișoara, mai)
- [266.] **Lommatzsch K., Tober S. (2003)**, *What is behind the real appreciation of the accession countries’ currencies? An investigation of the PPI based real exchange rate*, lucrare prezentată la Colocviul „Taux de Change”, Marsilia, martie
- [267.] **MacDonald R. (2000)**, *Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rates : An Overview*, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, Discussion paper nr. 3/2000, iulie
- [268.] **MacDonald R., Wójcik C. (2002)**, „Catching Up: The Role of Demand, Supply and Regulated Price Effects on the Real Exchange Rates of Four Accession Countries”, în Oesterreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, Nr.2/2002
- [269.] **Machold U. (2002)**, *Monetary Aspects of Enlargement – Central and Eastern Europe, EMU and the ERM-2*, lucrare de dizertație, European Centre for Comparative Government and Public Policy, septembrie
- [270.] **Maeso-Fernandez F., Osbat C., Schnatz B. (2001)**, *Determinants of the Euro Real Effective Exchange Rate : a BEER/PEER Approach*, ECB WP Nr. 85, noiembrie 2001

- [271.] —. (2004), *Towards the Estimation of Equilibrium Exchange Rates for CEE Acceding Countries: Methodological Issues and a Panel Cointegration Perspective*, ECB, WP Nr.353, aprilie
- [272.] **Masson P.R. (2000)**, *Exchange Rate Regime Transitions*, IMF, WP/00/134, iulie
- [273.] **Masson P.R., Krueger T.H., Turtelboom B.G. (1997)**, *EMU and the International Monetary System*, IMF, Washington
- [274.] **Masson P.R., Savastano M.A., Sharma S. (1997)**, *The scope for inflation targeting in developing countries*, IMF, WP/97/130, octombrie
- [275.] **Maurin L. (2001)**, „Fundamental Determinants of RER For Transition Countries”, în volumul *Economics of Transition: Theory, Experiences and EU-Enlargement*, editat de Stierle M.H. și Birringer T., Verlag für Wissenschaft und Forschung, p.427-442
- [276.] **Mauro P. (2004)**, *The Persistence of Corruption and Slow Economic Growth*, în IMF Staff Papers, Vol. 51, nr.1/2004
- [277.] **Mayes D. (2002)**, „The Monetary and Exchange Rate Regime on the Way to Accession and EMU”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p.421-444
- [278.] **McKinnon R.I. (1963)**, „Optimum Currency Area”, *American Economic Review*, Nr. 53, 1963 (septembrie – Vol. 4), p. 717 – 724
- [279.] —. (2000), *Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas*, Stanford University, WP No. 00-009, mai
- [280.] —. (2001), *Optimum Currency Areas and Key Currencies*, mimeo, noiembrie
- [281.] **Mérő K., Endrész Valentinyi M. (2003)**, *The role of foreign banks in five Central and Eastern European Countries*, MNB, WP nr.2003/10, noiembrie
- [282.] **Mihaljek D., Klau M. (2003)**, *The Balassa-Samuelson effect in central Europe: a disaggregated analysis*, BIS, WP Nr.143, octombrie
- [283.] **Mongelli F.P. (2002)**, „New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, ECB, WP Nr.138, aprilie
- [284.] —. (2002a), *The Optimum Currency Area Properties*, lucrare prezentată la Johann Wolfgang Goethe University of Frankfurt, aprilie
- [285.] **Mundell R.A. (1961)**, „A Theory of Optimum Currency Area”, *American Economic Review*, Nr. 51, (septembrie – Vol. 4), p. 657 – 664
- [286.] **Nenovsky N., Hristov K. (2001)**, „The Nonorthodox currency boards: The case of Bulgaria”, în CETAI, HEC-Montreal, *Cahier de recherche nr.2001-01*, ianuarie
- [287.] **Nerlich C. (2002)**, *Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter?*, articol prezentat la „The KOBE Research Seminar on Regional economic, financial and monetary co-operation: the European and Asian experience”, Frankfurt, aprilie
- [288.] **Oesterreichische Nationalbank (2002)**, *Focus on Transition*, nr.2/2002
- [289.] —. (2003), *Focus on Transition*, nr.1/2003
- [290.] **Oppers S.E. (2000)**, *Dual Currency Boards: A Proposal for Currency Stability*, IMF Working Paper, decembrie
- [291.] **Orlowski L. (2001)**, *Monetary convergence of the EU candidates to the euro: A theoretical framework and policy implications*, ZEI, WP nr.B01-25, septembrie
- [292.] —. (2002), „Convergence from Inflation Targeting to Euroisation”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p.169-197

- [293.] —. (2004), *Money Rules for the Eurozone Candidate Countries*, ZEI, WP nr.B04-05, februarie
- [294.] **Orphanides A., Wieland V. (1999)**, *Inflation Zone Targeting*, ECB, WP Nr.8, octombrie
- [295.] **Parlamentul European (2004)**, *Report on Bulgaria's progress toward accession*, februarie
- [296.] —. (2004a), *Report on Romania's progress toward accession*, februarie
- [297.] **Parlamentul European - Directorate-General for Research (1998)**, *Adjustment to Asymmetric Shocks*, WP Econ-104, Economic Affairs Series
- [298.] **Parsley D., Wei S.J. (2003)**, *A prism into the PPP puzzles: the micro-foundations of Big Mac real exchange rates*, NBER, WP Nr.10074, noiembrie
- [299.] **Poirson H. (2001)**, *How do countries choose their exchange rate regime?*, IMF, WP/01/46, aprilie
- [300.] **Popa C. (2000)**, „Țintele alternative în orientarea politicii monetare”, în BNR, *Caiete de studii*, nr. 9
- [301.] —. (2002), „Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară – cazul României”, în BNR, *Caiete de studii*, nr.10
- [302.] **Rahn J. (2003)**, *Bilateral equilibrium exchange rates of EU accession countries against the euro*, BOFIT, Discussion Paper, nr.11/2003
- [303.] **Rawdanowicz W. (2002)**, *Poland's accession to EMU – choosing the exchange rate parity*, lucrare prezentată la conferința „Exchange Rate Strategies during EU Enlargement”, Budapesta, noiembrie
- [304.] **Razin O., Collins S. (1997)**, *Real Exchange Rate Misalignments and Growth*, mimeo, iunie
- [305.] **Reinhart C., Rogoff K. (2002)**, *The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*, NBER, WP Nr.8963, iunie
- [306.] **Reininger T., Schardax F., Summer M. (2001)**, „The Financial System in the Czech Republic, Hungary and Poland after a Decade of Transition”, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, *Discussion paper* Nr.16/01, decembrie
- [307.] **Ricci L. (1997)**, *A Model of an Optimum Currency Area*, IMF, WP/97/76, iunie
- [308.] **Rogoff K.S., Husain A.M., Mody A., Brooks R., Oomes N. (2003)**, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, IMF, WP/03/243, decembrie
- [309.] **Roovers M. (2001)**, *EU-enlargement and EMU – challenges ahead*, Netherlands Central Bank, MEB Series, nr. 2001-04
- [310.] **Roubini N. (1998)**, *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*, New York University, februarie
- [311.] **Salater W. (2002)**, *The Choice of monetary Policy Regimes in The Era of Globalization: Inflation Targeting versus Currency Board*, lucrare prezentată la conferința „Exchange Rate Strategies During EU Enlargement”, ICEG European Center, Budapesta, noiembrie
- [312.] **Schardax F. (2002)**, „An Early Warning Model for Currency Crises in Central and Eastern Europe”, în Oesterreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, nr.1/2002
- [313.] **Schardax F., Reininger T. (2001)**, „The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries: An Overview”, în Oesterreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, nr.1/2001
- [314.] **Schnabl G. (2003)**, *The Emergence of the Euro Zone: An Informal Euro Standard as a First Step for EMU Membership of the Centrale and Eastern European Countries*, lucrare

prezentată la seminarul „Economie de la Mondialisation: La stratégie de change des PECO”, Paris, februarie

- [315.] **Schweickert R. (2001)**, *Assesing the advantages of EMU-Enlargement for the EU and for the Accession Countries : A Comparative Indicator Approach*, Kiel Institute of World Economics, WP Nr.1080, octombrie
- [316.] **Sepp U., Randveer M. (2002)**, „A Currency Board Arrangement versus Alternative Exchange Rate Regimes in Estonia”, în *Alternative Monetary regimes in Entry to EMU*, volum editat de Sepp U. și Randveer M., Eesti Pank, p.363-419
- [317.] **Šmídková K. (2003)**, *Targeting inflation under uncertainty: Policy makers' perspective*, CNB Internal Research and Policy Note nr.2, aprilie
- [318.] **Steinbuka I. (2001)**, „Latvia on the way to the European Union : economic policy convergence”, în Dickenson D.G., Millineux A.W. (editat de), *Financial and Monetary Integration in the New Europe (Convergence between the EU and Central and Eastern Europe)*, Ed. Edward Elgar, Cheltenham
- [319.] **Steves F., Rousso A.**, *Anti-corruption programmes in post-communist transition countries and changes in the business environment, 1999-2002*, BERD, WP nr.85, octombrie
- [320.] **Stone M.R. (2003)**, *Inflation Targeting Lite*, IMF, WP/03/12, ianuarie
- [321.] **Sum Y. (2002)**, *A Political-Economic Model of the Choice of Exchange Rate Regime*, IMF, WP/02/212, decembrie
- [322.] **Surti J. (2004)**, *Rational Speculation, Financial Crises, and Optimal Policy Responses*, IMF WP/04/25, februarie
- [323.] **Svensson L. (2000)**, *The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not?*, NBER, WP nr.7598, martie
- [324.] **Szapáry G. (2000)**, *Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries during the Run-Up to Emu*, NBH, WP Nr.2000/7, octombrie
- [325.] **Târhoacă C. (2000)**, „Politica monetara in conditii de incertitudine. Provocari pentru Romania”, în BNR, *Caiete de studii*, nr. 9
- [326.] **Temprano-Arroyo H., Feldman R.A. (1998)**, *Selected Transition and Mediterranean Countries: An Institutional Primer on EMU and EU Relations*, IMF, WP/98/82
- [327.] **Teulon, F. (1998)**, *Cronologia economiei mondiale*, Colecția MEMO, Institutul European, Iași
- [328.] **Trichet C. (2004)**, *The euro – five years on*, discurs ținut la “the Annual Dinner of the Guild of International Bankers”, Londra, februarie
- [329.] **Tsomocs D.P. (2003)**, *Equilibrium analysis, banking, contagion and financial fragility*, Bank of England, WP Nr.175
- [330.] **van de Coevering C. (2003)**, *Structural convergence and monetary integration in Europe*, Die Nederlandsche Bank, MEB Series nr.2003-07, decembrie
- [331.] **von Hagen J., Zhou J. (2002)**, *The Choice of Exchange Rate Regimes : An Empirical Analysis for Transition Economies*, ZEI, WP Nr.B02-03, februarie
- [332.] —. **(2002a)**, *De Facto and Official Exchange Rate Regimes in Transition Economies*, ZEI, WP Nr. B02-13, mai
- [333.] —. **(2003)**, *Exchange Rate Policies on the Last Strech*, articol prezentat la „Conference on Monetary Strategies for accession Countries”, Budapesta, februarie

- [334.] —. (2003a), *The Determination of Capital Controls: Which Role Do Exchange Rate Regimes Play?*, ZEI, WP Nr.B03-08, aprilie
- [335.] **Wadhvani S.B. (1999)**, *Currency Puzzles*, discurs ținut la London School of Economics, septembrie
- [336.] **Weimann M. (2002)**, *OCA theory and EMU Eastern enlargement – An empirical application*, lucrare prezentată la Dresden University of Technology, iunie
- [337.] **Winkler B. (1996)**, „Is Maastricht a good contract?”, *EIB Papers*, Vol.1, Nr. 1
- [338.] **Wolf H. (2001)**, *Exchange Rate Regime Choice and Consequences*, mimeo, octombrie
- [339.] **Wyplosz C. (2001)**, *A Monetary Union in Asia? Some European Lessons*, articol prezentat la conferința „Future Directions for Monetary Policies in East Asia”, Reserve Bank of Australia
- [340.] **Zsámboki B. (2001)**, „Probable impact of Hungary’s accession to the EU on Hungarian banking sector”, în MNB, *Report on Financial Stability*, mai, (p.56-66)
- [341.] ***, *Legea Nr. 101 din 26 mai 1998 privind Statutul Băncii Naționale a României*
- [342.] ***, *Legea Nr. 312 din 28 iunie 2004 privind Statutul Băncii Naționale a României*
- [343.] ***, *Protocol No. 18 on the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank*

Periodice:

- [344.] ***, *European Voice (2000)*, Vol. 6, No. 32, septembrie
- [345.] ***, *Flash (2004)*, Nr.2004 – 276, *Les changements institutionnels en zone euro : une crédibilité accrue*, septembrie
- [346.] ***, *Problèmes Économiques*, nr. 2475/1996, nr. 2521/1997, nr.2532/1997
- [347.] ***, *Revue Économique (1999)*, Vol. 50, nr. 6, noiembrie – *L'intégration des pays de l'Europe centrale dans l'Union européenne*
- [348.] ***, *Revue Élargissement* nr.26/2002, nr.43/2003, nr.45/2003, nr.48/2003, nr.49/2003, nr.53/2003, nr.63/2004, nr.69/2004

Internet:

- [349.] Pagina Băncii Mondiale – www.worldbank.org
- [350.] Pagina BCE – www.ecb.int
- [351.] Pagina BNR – www.bnro.ro
- [352.] Pagina Comisiei Europene – www.europa.eu.int
- [353.] Pagina Delegației Comisiei Europene în România – www.europainfo.ro
- [354.] Pagina Fondului Monetar Internațional – www.imf.org
- [355.] Pagina Institutului de Economie Internațională – www7.kellogg.nwu.edu
- [356.] Pagina Ministerului pentru Integrare Europeană – www.mie.ro
- [357.] Pagina Ministerului de Afaceri Externe – www.mae.ro
- [358.] Pagina portalului Euractiv – www.euractiv.com
- [359.] Pagina portalului Euractiv, versiunea română – www.euractiv.ro
- [360.] Serviciul de Știri *PrioriMail* al Centrului de Informare al Comisiei Europene în România

**Anexa nr. 1 – Indicatori utilizați pentru evaluarea vulnerabilității
externe și a fragilității financiare în literatura de specialitate**

Indicatori	Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998)	Bussière și Mulder (1999)	Krkosha (2000)	Corker, Beaumont, van Elkan și Iakova (2000)	FMI (2000, 2000a, 2001)	Johnston, Chai și Schumacher (2000)	Reininger, Schardax și Summer (2001)	Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002)	BCE (2002a)	von Hagen și Zhou (2002)	Brüggemann și Linne (2002)	Bussière și Frantzscher (2002) (2002)	Schardax (2002)	Brouwer, de Haas și Kiviet (2002)	Gabrisch (2002)	Komulainen și Lukkari (2003)	Gibson și Tsakalotos (2003)
Situația balanței de plăți			√	√	√	√		√				√	√	√		√	√
deficitul contului curent (% din PIB)			•	•		•		•				•	•	•		•	•
deficitul balanței comerciale (% din PIB)													•				
diferența dintre deficitul contului curent și intrările de investiții străine directe ¹⁸⁹ (% din PIB)			•														
intrările de investiții străine directe și de investiții de portofoliu			•	•								•				•	
intrările de capitaluri				•								•					
structura intrărilor de capitaluri					•	•											
poziția externă					•												
Datorie externă		√	√	√	√	√	√				√	√			√		
datoria externă (% din PIB)				•	•	•					•						
raportul dintre datoria externă și exporturi					•												
raportul dintre M2 și datoria externă			•														
ponderea datoriei externe pe termen scurt în datoria externă totală						•					•				•		
raportul dintre datoria externă pe termen scurt și rezervele internaționale ¹⁹⁰		•		•			•					•					
variația rezervelor internaționale			•	•													
serviciul datoriei externe							•										
rata medie a dobânzii aferente datoriei externe					•												
structura datoriei externe					•							•					

¹⁸⁹ Finanțarea deficitelor de cont curent prin investiții străine directe poate limita vulnerabilitatea externă a unei țări; în plus, existența unor influxuri importante de investiții străine directe favorizează menținerea datoriei externe la niveluri mai scăzute decât în lipsa acestor influxuri (Bussière și Mulder, 1999).

¹⁹⁰ Testele efectuate de Bussière și Mulder (1999) arată că dintre indicatori de lichiditate externă raportul dintre datoria externă pe termen scurt și rezervele internaționale este cel mai semnificativ. Aceiași autori arată că pentru țări în care cursul valutar real nu prezintă deviații importante față de nivelul său de echilibru, iar deficitul de cont curent este modest, o valoare a acestui raport egală cu 1 este suficientă pentru a permite evitarea contagiunii, mai ales dacă țara în cauză are încheiat și un acord cu FMI.

Indicatori	Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998)	Bussière și Mulder (1999)	Krkosha (2000)	Corker, Beaumont, van Elkan și Iakova (2000)	FMI (2000, 2000a, 2001)	Johnston, Chai și Schumacher (2000)	Reininger, Schardax și Summer (2001)	Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002)	BCE (2002a)	von Hagen și Zhou (2002)	Brüggemann și Linne (2002)	Bussière și Frantzscher (2002) (2002)	Schardax (2002)	Brouwer, de Haas și Kiviet (2002)	Gabrisch (2002)	Komulainen și Lukkitarila (2003)	Gibson și Tsakalotos (2003)
Comerț exterior	√		√		√	√	√				√	√	√			√	
rata de creștere a exporturilor	•										•	•	•			•	
rata de creștere a importurilor	•										•	•	•				
raportul dintre rezerve și importuri					•												
raportul dintre M2 și rezervele internaționale	•				•		•				•		•			•	
raportul de schimb ¹⁹¹	•		•		•	•						•					
Curs de schimb	√		√		√	√					√	√	√	√		√	
aprecierea excesivă a cursului valutar real					•						•	•				•	
devierea cursului valutar real de la trend	•		•										•				
volatilitatea cursului de schimb			•		•	•								•			
Sistem bancar				√	√	√		√	√						√	√	
active bancare totale (% din PIB)									•							•	
ponderea activelor deținute de băncile de stat în totalul activelor bancare				•				•									
ponderea activelor deținute de investitorii străini în totalul activelor bancare				•													
gradul de concentrare a sistemului bancar						•											
numărul instituțiilor financiare						•											
corelația dintre pasivele libelate în valută și activele în valută															•		
rata de acoperire a capitalului – rata de solvabilitate				•	•	•											
dinamica creditului acordat de banca centrală băncilor comerciale					•	•											
profitabilitatea instituțiilor bancare					•	•											

¹⁹¹ „terms of trade” – definiți ca raportul dintre prețul unitar la export și prețul unitar la import; Krkosha (2000) utilizează cursul de schimb dintre moneda germană și dolarul american ca proxy pentru raportul de schimb, în cazul țărilor ECE.

Indicatori	Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998)	Bussière și Mulder (1999)	Krkosha (2000)	Corker, Beaumont, van Elkan și Iakova (2000)	FMI (2000, 2000a, 2001)	Johnston, Chai și Schumacher (2000)	Reininger, Schardax și Summer (2001)	Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wyplosz (2002)	BCE (2002a)	von Hagen și Zhou (2002)	Brüggenmann și Linne (2002)	Bussière și Frantzscher (2002) (2002)	Schardax (2002)	Brouwer, de Haas și Kiviet (2002)	Gabrisch (2002)	Komulainen și Lukkarila (2003)	Gibson și Tsakalotos (2003)
Credit	√	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√		√	√	√	
expansiunea creditului intern ¹⁹² („lending-boom”)		•	•		•	•					•	•		•		•	
creditul intern (% din PIB)	•								•			•					
credit intern neguvernamental (%din PIB)								•								•	
creditul intern guvernamental (%din PIB), ca măsură a gradului în care statul recurge la sistemul bancar pentru finanțare						•											
ponderea creditelor neperformante în totalul creditelor bancare				•	•	•		•									
ponderea creditelor în devalută în totalul creditelor bancare															•		
gradul de concentrare a creditelor bancare						•											
ponderea creditelor pe termen scurt în total credite bancare							•										
Depozite bancare	√				√	√	√		√		√	√					√
depozite bancare (% din PIB)	•								•			•				•	
raportul dintre rezerve bancare și depozite bancare					•											•	
ponderea depozitelor la vedere în totalul depozitelor bancare							•										
raportul dintre credite și depozite bancare					•	•											
dinamica depozitelor bancare											•						
Piețe financiare	√					√		√	√								
capitalizarea bursieră (a pieței de acțiuni și de obligațiuni) (%din PIB)								•	•								
lichiditatea pieței de acțiuni, măsurată prin raportul dintre rotația bursieră și capitalizarea bursieră									•								
indici bursieri	•					•											

¹⁹² Bussière și Mulder (1999) demonstrează că de cele mai multe ori crizele valutare sunt precedate de creșterea puternică a creditului neguvernamental (cel mai adesea), sau a creditului guvernamental; creșterea creditului intern total nu este însă relevantă.

Indicatori	Kaminsky, Lizondo și Reinhart (1998)	Bussière și Mulder (1999)	Krkosha (2000)	Corker, Beaumont, van Elkan și Iakova (2000)	FMI (2000, 2000a, 2001)	Johnston, Chai și Schumacher (2000)	Reininger, Scharfax și Summer (2001)	Begg, Eichengreen, Halpern, von Hagen și Wynlosz (2002)	BCE (2002a)	von Hagen și Zhou (2002)	Brüggemann și Linne (2002)	Bussière și Frantzscher (2002) (2002)	Scharfax (2002)	Brouwer, de Haas și Kiviet (2002)	Gabrisch (2002)	Komulainen și Lukkarila (2003)	Gibson și Tsakalotos (2003)
Rata dobânzii	✓		✓		✓	✓					✓	✓				✓	
rata reală a dobânzii	•				•	•					•						
diferențialul ratei dobânzii față de piețele internaționale	•															•	
rata dobânzii pe piețele internaționale																•	
volatilitatea ratei dobânzii			•		•	•											
raportul dintre rata activă și rata pasivă a dobânzilor bancare	•										•	•				•	
Evoluții monetare	✓		✓		✓	✓		✓		✓	✓	✓				✓	✓
rata de creștere a masei monetare	•							•									
nivelul și volatilitatea ratei inflației			•		•	•		•				•				•	•
gradul de monetizare a economiei, măsurat prin raportul dintre M2 și PIB										•		•					
raportul dintre depozite bancare și M2																	
multiplicatorul monetar	•										•						
Finanțe publice				✓	✓			✓		✓	✓	✓	✓			✓	
deficitul bugetar (% din PIB)				•				•		•	•	•	•			•	
datoria publică (% din PIB)				•	•			•				•				•	
Evoluții în economia reală	✓		✓		✓	✓		✓			✓	✓				✓	✓
rata de creștere economică	•				•	•					•	•				•	•
variația producției industriale			•													•	
rata șomajului																•	
rata de investire internă												•					
nivelul arieratelor în economie						•											
ponderea sectorului privat în PIB								•									
ponderea subvențiilor bugetare în PIB								•									
Aspecte instituționale și structurale		✓		✓										✓		✓	
existența unui acord cu FMI – care reduce adâncimea crizelor în cazul în care acestea apar		•															
regimul de curs valutar																•	
gradul de liberalizare financiară				•												•	
rating-ul de țară				•													
o legislație inadecvată, sau defectuos implementată														•			

**Anexa nr. 2 – Indicatori utilizați pentru determinarea
cursului valutar real de echilibru în literatura de specialitate**

Indicatori	Razin și Collins (997)	Alberola, Cervero, Lopez și Ubide (1999)	Wadhvani (1999)	Alper și Saglam (2000)	Colestermann și Schnatz (2000)¹⁹³	MacDonald (2000)	Maesofernandez, Osbat, Schnatz (2001)	Maurin (2001)	Jazbec (2001, 2002), Coricelli și Jazbec (2001)	Kim și Korhonen (2002)	BCE (2002)	Deutsche Bundesbank (2002)	Égert și Lahrière-Révil (2002,.)	Kemme și Roy (2002)	Lommatzsch și Tober (2003).	Dufrenot și Égert (2003)	Égert și Lommatzsch (2003, 2004)	Rahn (2003)	FMI (2003c)	Chobanov și SorsaI (2004)	Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2004)
Diferențialul ratei dobânzii					•		•							•			•				
Rata reală a dobânzii								•				•			•						
Rata reală a dobânzii pe piețele internaționale				•				•												•	
Diferențialul de productivitate							•	•	•		•					•	•	•			•
Dinamica productivității muncii	•											•	•		•				•	•	
Diferențialul de venituri																			•		
Raportul de schimb	•			•		•	•	•			•	•	•				•		•	•	
Deficitul balanței comerciale	•															•					
Deficitul al contului curent ¹⁹⁴			•				•						•	•	•						
Deficitul bugetar					•								•	•							
Datorie publică																	•				

Indicatori	Razin și Collins (997)	Alberola, Cervero, Lopez și Ubide (1999)	Wadhvani (1999)	Alper și Saglam (2000)	Colestermann și Schnatz (2000)	MacDonald (2000)	Maesofernandez, Osbat, Schnatz (2001)	Maurin (2001)	Jazbec (2001, 2002), Coricelli și Jazbec (2001)	Kim și Korhonen (2002)	BCE (2002)	Deutsche Bundesbank (2002)	Égert și Lahrière-Révil (2002,)	Kemme și Roy (2002)	Lommatzsch și Tober (2003).	Dufrenot și Égert (2003)	Égert și Lommatzsch (2003, 2004)	Rahn (2003)	FMI (2003c)	Chobanov și Sorsa1 (2004)	Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2004)	
Consumul guvernamental (% din PIB)							•	•	•	•	•	•										•
Consum neguvernamental (% din PIB)													•									
Consumul total (% din PIB)							•					•										
Pondereea consumului de bunuri necomercializabile în consumul total									•													
Formarea capitalului fix (% din PIB)										•												
Economii nete PIB/locuitor										•											•	
Gradul de deschidere a economiei				•						•			•				•					•
Activele nete externe		•	•	•		•					•						•					
Intrările de investiții străine directe (% din PIB)	•														•						•	
Intrări de capitaluri				•									•					•				
Rezerve internaționale													•									
Datoria externă								•							•		•					

Indicatori	Razin și Collins (997)	Alberola, Cervero, Lopez și Ubide (1999)	Wadhvani (1999)	Alper și Saglam (2000)	Colestermann și Schnatz (2000)	MacDonald (2000)	Maesofernandez, Osbat, Schnatz (2001)	Maurin (2001)	Jazbec (2001, 2002), Coricelli și Jazbec (2001)	Kim și Korhonen (2002)	BCE (2002)	Deutsche Bundesbank (2002)	Égert și Lahrière-Révil (2002,)	Kemme și Roy (2002)	Lommatzsch și Tober (2003).	Dufrenot și Égert (2003)	Égert și Lommatzsch (2003, 2004)	Rahn (2003)	FMI (2003c)	Chobanov și Sorsa1 (2004)	Maeso-Fernandez, Osbat și Schnatz (2004)
Efectul Balassa-Samuelson ¹⁹⁵		•			•	•							•			•					
Rata șomajului ¹⁹⁶			•																		
Raportul dintre populația ocupată în industrie și populația ocupată în sectorul terțiar									•												
Prețul internațional al petrolului					•										•						
Creșterea excesivă a masei monetare	•																				
Diferențialul prețurilor administrate																	•				

Anexa nr. 3 – Agregatele monetare și contraposturile monedei în țările ECE

Țara	Agregatele monetare	Contraposturile monedei
Bulgaria	<p><i>M1</i>: numerar în afara sistemului bancar și depozite la vedere în monedă națională;</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i> și cvasibanii – depozite la termen, depozite de economii (doar ale populației) în monedă națională și depozite în valută (la vedere, la termen și de economii);</p> <p><i>M3</i>: <i>M2</i>, instrumente tranzacționabile pe piață, depozite restricționate și cele utilizate pentru importuri, depozitele la băncile aflate în lichidare.</p>	<p><i>active nete externe</i>: active externe (rezerve valutare ale autorităților monetare și ale băncilor) și obligații externe (obligații în valută ale autorităților monetare și ale băncilor);</p> <p><i>active nete interne</i>: credit intern (acordat sectorului guvernamental și sectorului neguvernamental) și alte active nete (solduri nete interbancare și intrabancare, active fixe, capital, rezerve și active neclasificate).</p>
Estonia	<p><i>M0</i>: numerar în circulație (inclusiv cea deținută de instituțiile de credit), depozitele la vedere ale rezidenților la Banca Estoniei și conturile în monedă națională ale nerezidenților, deschise la Banca Estoniei;</p> <p><i>M1</i>: numerar în circulație (exclusiv numerarul deținut de instituțiile de credit și de asociațiile de economii și de împrumut) și depozitele la vedere în monedă națională deschise la bănci și la asociațiile de economii și împrumut (inclusiv depozitele guvernului și ale nerezidenților);</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i>, depozite la termen, depozite de economii și alte depozite în monedă națională (fără a ține cont de scadență¹⁹⁷, inclusiv depozitele guvernului și ale nerezidenților) și toate depozitele în valută.</p>	<p><i>active nete externe</i>: creanțele sectorului bancar față de nerezidenți, în valută;</p> <p><i>credit intern</i>: creanțele sectorului bancar față de rezidenți, exclusiv creanțele și datoriile interbancare, creanțele față de administrația centrală și locală, față de instituții financiare (altele decât bănci), societăți nefinanciare de stat și față de sectorul nefinanciar privat;</p> <p><i>alte active nete</i>: suma netă a tuturor activelor nefinanciare și a elementelor neclasificabile care nu sunt incluse în masa monetară (inclusiv creanțe și datorii interbancare).</p>
Lituania	<p><i>M1 (masa monetară)</i>: numerar în circulație și depozite la vedere;</p> <p><i>M2 (masa monetară în sens larg)</i>: <i>M1</i>, depozite la termen și depozite de economii în monedă națională, depozite în valută.</p>	<p><i>active nete externe</i>: active externe calculate pe o bază netă, inclusiv creditele FMI acordate guvernului;</p> <p><i>credit intern</i>: creanțe față de administrația centrală și locală, creanțe față de întreprinderi de stat nefinanciare, creanțe față de sectorul privat și creanțe față de instituțiile financiare nebancale.</p>

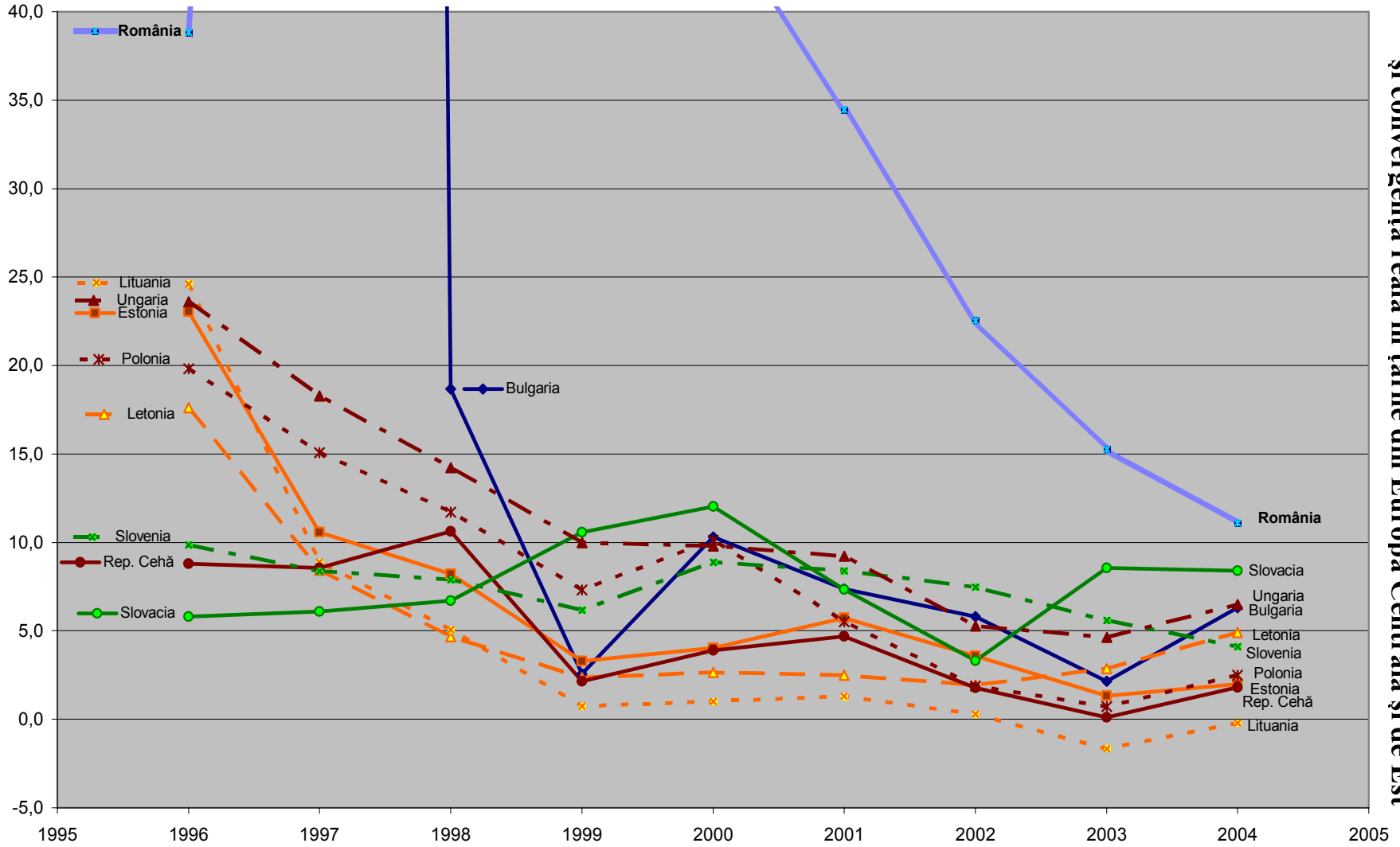
Țara	Agregatele monetare	Contraposturile monedei
Letonia ¹⁹⁸	<p><i>M1</i>: numerar în afara băncilor și depozitele la vedere ale întreprinderilor naționale și ale persoanelor fizice, în monedă națională;</p> <p><i>M2D</i>: <i>M1</i> și depozitele la termen ale întreprinderilor naționale și ale persoanelor fizice în monedă națională;</p> <p><i>M2X</i>: <i>M2D</i>, plus depozitele la vedere și la termen ale întreprinderilor naționale și ale persoanelor fizice în valută.</p>	<p><i>creditul intern guvernamental (net)</i>: credite acordate administrației centrale și locale;</p> <p><i>credit intern acordat întreprinderilor naționale</i>: credite acordate întreprinderilor nebankare, exclusiv creditul guvernamental – credite de trezorerie, pe termen scurt (sub 3 luni, între 3 și 6 luni, între 6 luni și un an), credite pe termen mediu și lung (între 1 și 5 ani și peste 5 ani);</p> <p><i>poziția externă netă</i>.</p>
Polonia	<p><i>M0</i>: numerar în circulație și conturile curente ale băncilor;</p> <p><i>M1</i>: numerar în circulație, depozite la vedere în monedă națională (ale populației, ale societăților din domeniul nefinanciar și ale instituțiilor financiare nebankare), depozite la vedere în valută (ale populației, ale societăților din domeniul nefinanciar și ale instituțiilor financiare nebankare), cartele de economii (a vista) ale populației;</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i>, depozite la termen în monedă națională (ale populației, ale societăților din domeniul nefinanciar și ale instituțiilor financiare nebankare), depozite la termen în valută (ale populației, ale societăților din domeniul nefinanciar și ale instituțiilor financiare nebankare), titluri de economii, certificate de depozit (nenegociabile), efecte comerciale (titluri emise de întreprinderi nefinanciare și de instituții financiare nebankare);</p> <p><i>M3</i>: <i>M2</i>, certificate de depozit (negociabile), titluri emise de bănci;</p> <p><i>M3 extins</i>: <i>M3</i>, dobânzile aferente creanțelor băncilor față de populație, față de întreprinderi din sectorul nefinanciar și față de instituțiile financiare nebankare.</p>	<p><i>active externe (nete)</i>: creanțe asupra nerezidenților în monedă națională, în valută (convertibilă și neconvertibilă), cu excepția contribuției nerezidenților la capitalul băncilor și la fondurile suplimentare ale acestora;</p> <p><i>creanțe ale sistemului bancar asupra populației și întreprinderilor din sectorul nefinanciar</i>: credite și împrumuturi, titluri de datorie, garanții și cauțiuni și dobânda aferentă creditelor și împrumuturilor acordate populației și întreprinderilor din sectorul nefinanciar (inclusiv instituțiile financiare nebankare);</p> <p><i>credit guvernamental (net)</i>: totalitatea creanțelor asupra administrației centrale și locale, inclusiv legate de fonduri extrabugetare (inclusiv titlurile de stat deținute de sectorul bancar), mai puțin datoriile față de sectorul guvernamental;</p> <p><i>alte active (nete)</i>: veniturile și cheltuielile băncilor, fondurile băncilor, decontările inter-bancare și intrabancare, conturile de decontări, datorii generate de emisiunea de titluri, solduri interbancare, provizioane specifice și active fixe.</p>

<i>Țara</i>	Agregatele monetare	Contraposturile monedei
Republica Cehă	<p><i>M1</i>: numerar în circulație, depozite la vedere în monedă națională (după excluderea depozitelor Fondului Proprietății Naționale, a societăților de asigurare de sănătate, a administrației centrale și locale, cu excepția fondurilor nebugetare ale instituțiilor bugetare);</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i>, depozite la termen (depozite la termen și împrumuturi primite de la clienți) în monedă națională (inclusiv certificatele de depozit), bonuri de depozit și alte titluri similare, depozite în valută;</p> <p><i>L (M2 extins)</i>: <i>M2</i>, titluri pe termen scurt (bonuri emise de Trezorerie și de Banca Națională Cehă), deținute de sectorul nebanca.</p>	<p><i>active nete externe</i>: soldul dintre activele și pasivele pe termen scurt și pe termen lung ale sistemului bancar față de nerezidenți;</p> <p><i>active nete interne</i> (definite ca diferență între pasivele lichide și activele nete externe): credite interne (acordate guvernului, Fondului Proprietății Naționale, agenților economici și populației), credite în valută și alte active nete (capitalul băncilor, activele constituite din profit – rezerve, fonduri de rezervă, profitul sau pierderea din anul în curs – active constituite din procese contabile, titluri deținute de bănci, fonduri bancare investite în titluri de proprietate).</p>
România	<p><i>M0</i>: numerar în afara băncii centrale și conturile curente ale băncilor comerciale deschise la banca centrală;</p> <p><i>M1</i>: numerar în afara sistemului bancar și depozite la vedere;</p> <p><i>Cvasimoneda</i>: economiile populației, depozit la termen, depozite condiționate, certificate de depozit, depozite în valută ale rezidenților;</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i> și <i>cvasibanii</i>.</p>	<p>active nete externe: <i>aur, valută convertibilă (net)</i>;</p> <p><i>active nete interne</i>: credit intern – credite acordate guvernului, net (contul general al Trezoreriei de stat, alte credite guvernamentale: titluri emise de guvern, libelate în monedă națională și în valută, alte fonduri extra-bugetare) și credite acordate sectorului neguvernamental în monedă națională și în valută convertibilă.</p>
Slovenia	<p><i>M1</i>: numerar în circulație, depozite la vedere în monedă centrală ale guvernului, întreprinderilor și instituțiilor financiare nemonetare deschise la Banca Sloveniei și la alte bănci;</p> <p><i>M2</i>: <i>M1</i>, depozite la termen ale guvernului la Banca Sloveniei, în monedă națională, depozite la termen și de economii la bănci, în monedă națională, depozite la bănci aflate în lichidare;</p> <p><i>M3</i>: <i>M2</i>, depozitele în valută ale populației și ale întreprinderilor la băncile interne.</p>	<p>active nete externe: <i>active externe mai puțin datorii externe</i>;</p> <p><i>creanțe asupra guvernului</i>: creanțe față de administrația centrală și locală;</p> <p><i>creanțe asupra sectorului privat</i>: creanțe față de întreprinderile din sectorul nefinanciar, față de populație și față de instituții financiare nemonetare;</p> <p><i>alte active nete</i>: alte active mai puțin datorii (titluri, alte datorii în valută față de guvern, depozite condiționate și alte datorii).</p>

Țara	Agregatele monetare	Contraposturile monedei
Slovenia	<p><i>M0 (numerar în circulație):</i> numerar în afara sistemului bancar;</p> <p><i>M1 (masa monetară):</i> M0, depozitele la vedere în monedă națională (ale populației, ale întreprinderilor și ale societăților de asigurare – rezidente și nerezidente);</p> <p><i>Cvasimoneda:</i> depozite la termen în monedă națională (ale populației, ale întreprinderilor și ale societăților de asigurare – rezidente și nerezidente), depozite pe termen fix, depozite de economii, depozite condiționate care nu pot fi utilizate înainte de scadență sau pot fi utilizate în condițiile suportării unor penalități, depozite în valută ale rezidenților (la vedere și la termen);</p> <p><i>M2 (money demand):</i> M1, quasi money.</p>	<p><i>active nete externe:</i> rezervele valutare ale Băncii Naționale a Sloveniei, activele externe ale sectorului bancar, mai puțin datoriile externe ale Băncii Naționale a Sloveniei, ale guvernului și ale sectorului bancar cu excepția titlurilor de stat emise în țară și deținute de nerezidenți;</p> <p><i>active nete interne:</i> împrumuturi acordate sectorului nebanca intern (credite acordate guvernului, inclusiv sub forma deținerii de titluri de stat – creanțe ale sectorului bancar național și ale băncilor străine față de guvern, autorități locale, fonduri de securitate socială și Fondul Proprietății Naționale – mai puțin datoriile față de aceleași entități, materializate în depozite și credite ale populației și întreprinderilor rezidente și nerezidente, în monedă națională și în valută) cu excepția altor active (nete);</p> <p><i>alte active (nete):</i> diferența dintre alte datorii și alte active ale sectorului bancar – conturi aferente sistemului de plăți, conturi ale băncilor centrale și ale altor bănci, rezerve, capital, provizioane, titluri emise de sectorul nebanca și neguvernamental etc.</p>
Ungaria	<p><i>M1:</i> bancnote și monede în afara sistemului bancar, depozite la vedere și conturi curente în monedă națională;</p> <p><i>M2:</i> M1, depozite la termen (de până la 2 ani) și depozite condiționate, care pot fi retrase la cerere (de până la 3 luni);</p> <p><i>M3:</i> M2, titlurile emise de instituțiile de credit rezidente, unități de investiții emise de fonduri care activează pe piața monetară;</p> <p><i>M4:</i> bancnote și monede în afara sistemului bancar, depozitele (de orice fel), titluri de datorie emise de instituții monetare (de orice tip) și titluri de stat.</p>	<p><i>credit intern:</i> creanțe nete față de guvern (credite acordate guvernului de către Banca Națională a Ungariei, titluri de stat deținute de Banca Națională a Ungariei, mai puțin depozitele guvernului, titlurile de stat deținute de instituțiile de credit, datoria publică generată de consolidare, credite preluate de stat, credite acordate instituțiilor bugetare de către bănci înainte de 1996, mai puțin depozitele acestora) și alte credite interne acordate altor sectoare (întreprinderi din sectorul nefinanciar, populație) – toate creditele pe termen scurt și pe termen lung, în monedă națională și în valută, inclusiv creditele speciale;</p> <p><i>alte active nete:</i> totalitatea creanțelor și datoriilor nete ale instituțiilor de credit și ale băncii centrale neevidențiate în alte categorii;</p> <p><i>active nete externe:</i> creanțe nete externe.</p>

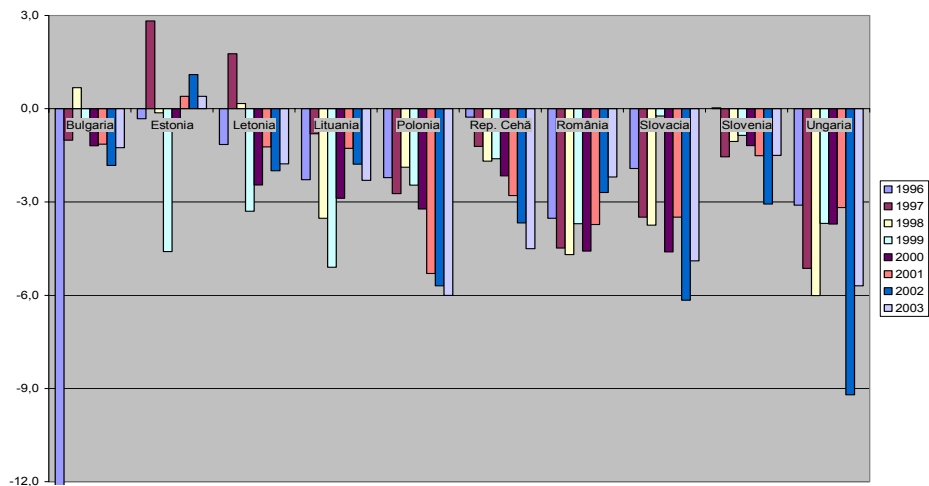
Sursa: BCE.

1. Evoluția ratei inflației în țările ECE (%)

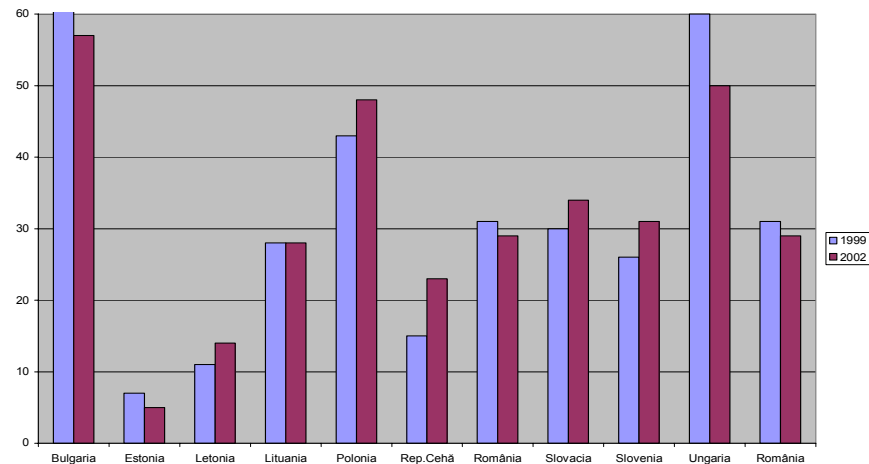


Anexa nr. 4 – Evoluția indicatorilor de convergență nominală și convergență reală în țările din Europa Centrală și de Est

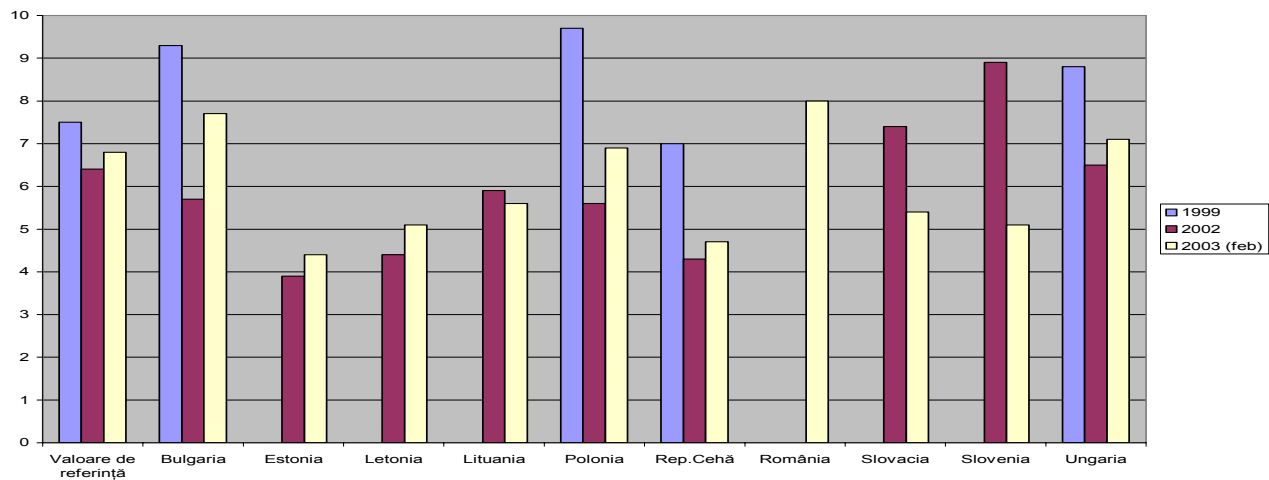
2. Deficitul bugetar în țările ECE (% din PIB)



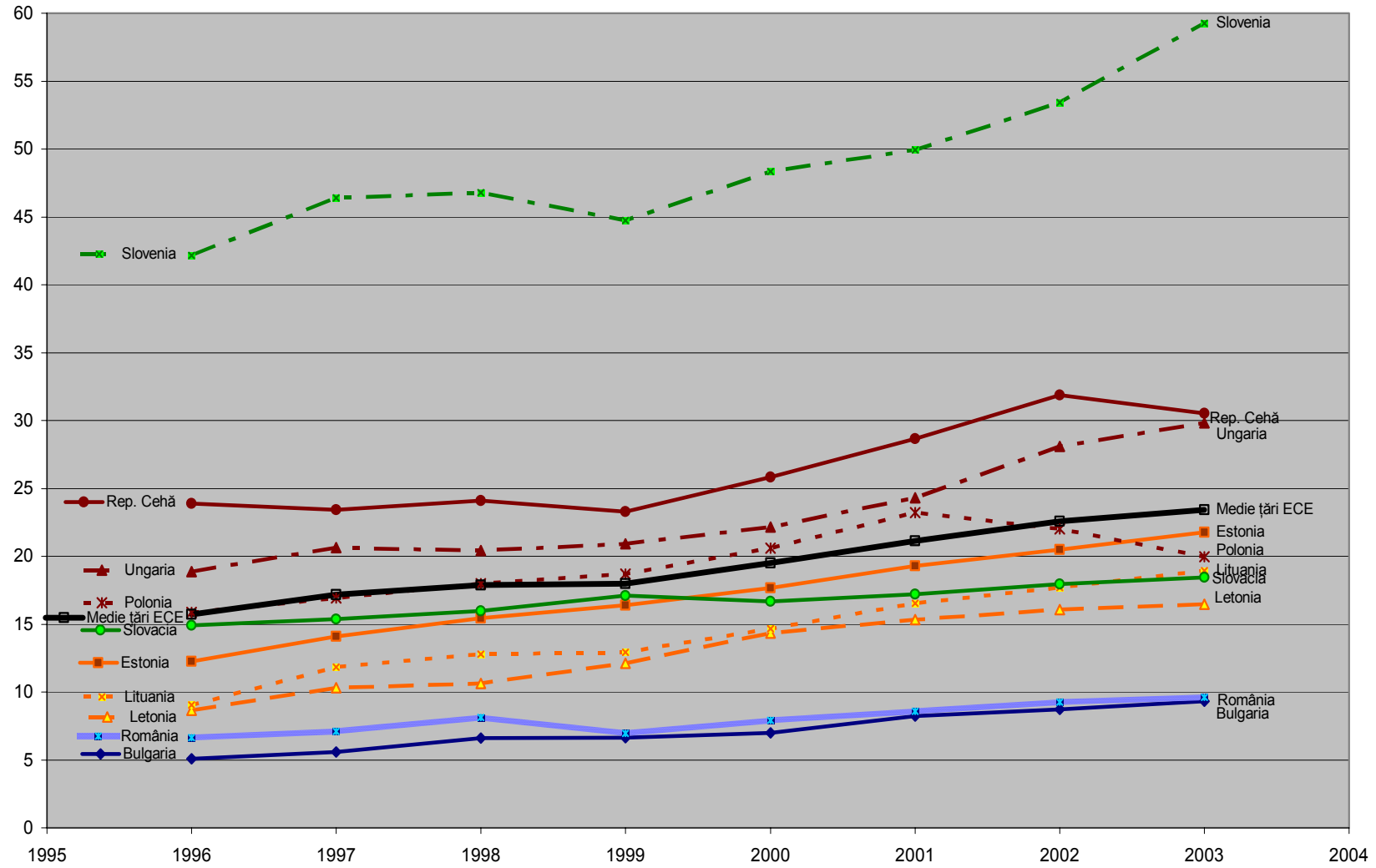
3. Datoria publică în țările ECE (% din PIB)



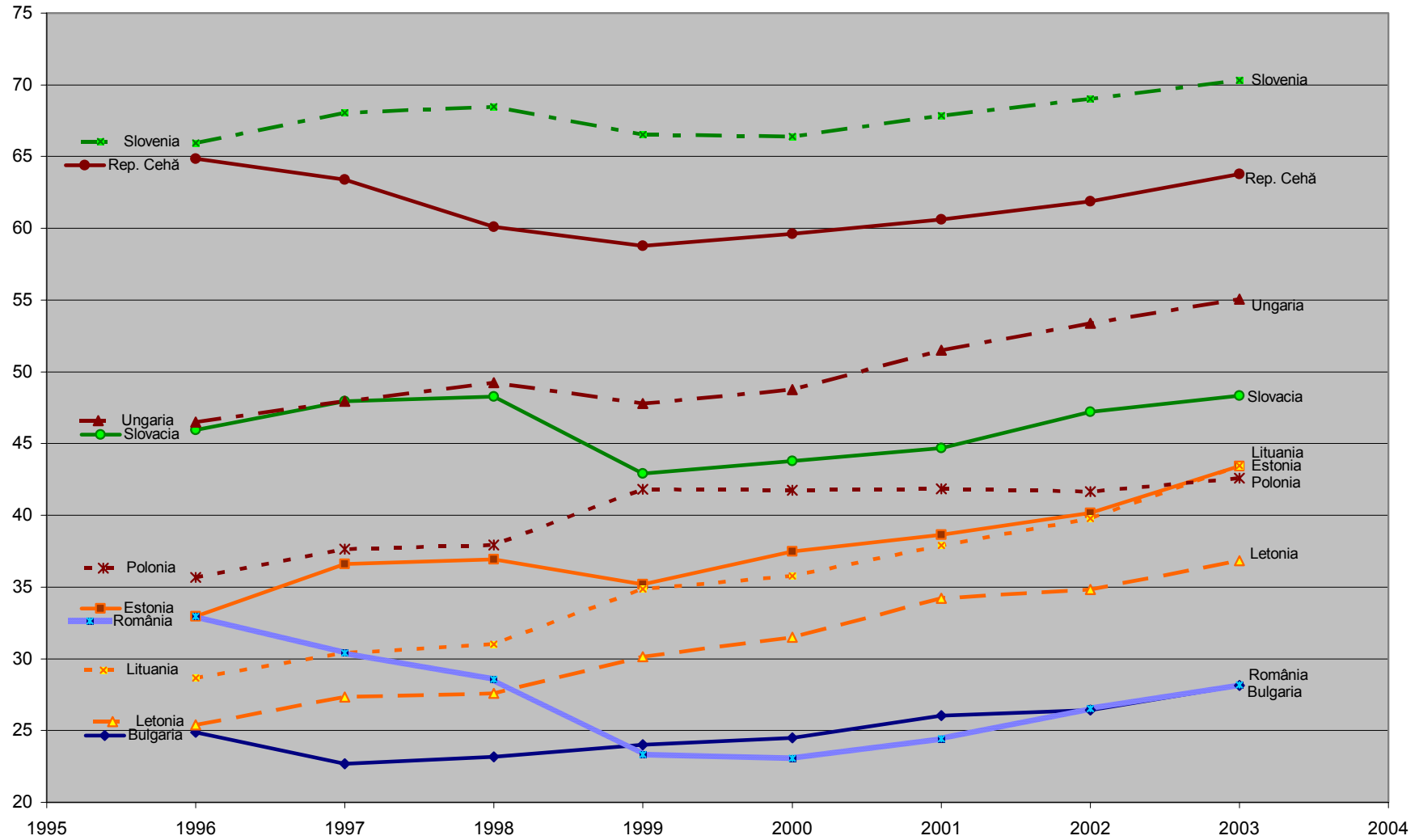
4. Rata dobânzii pe termen lung în țările ECE (%)



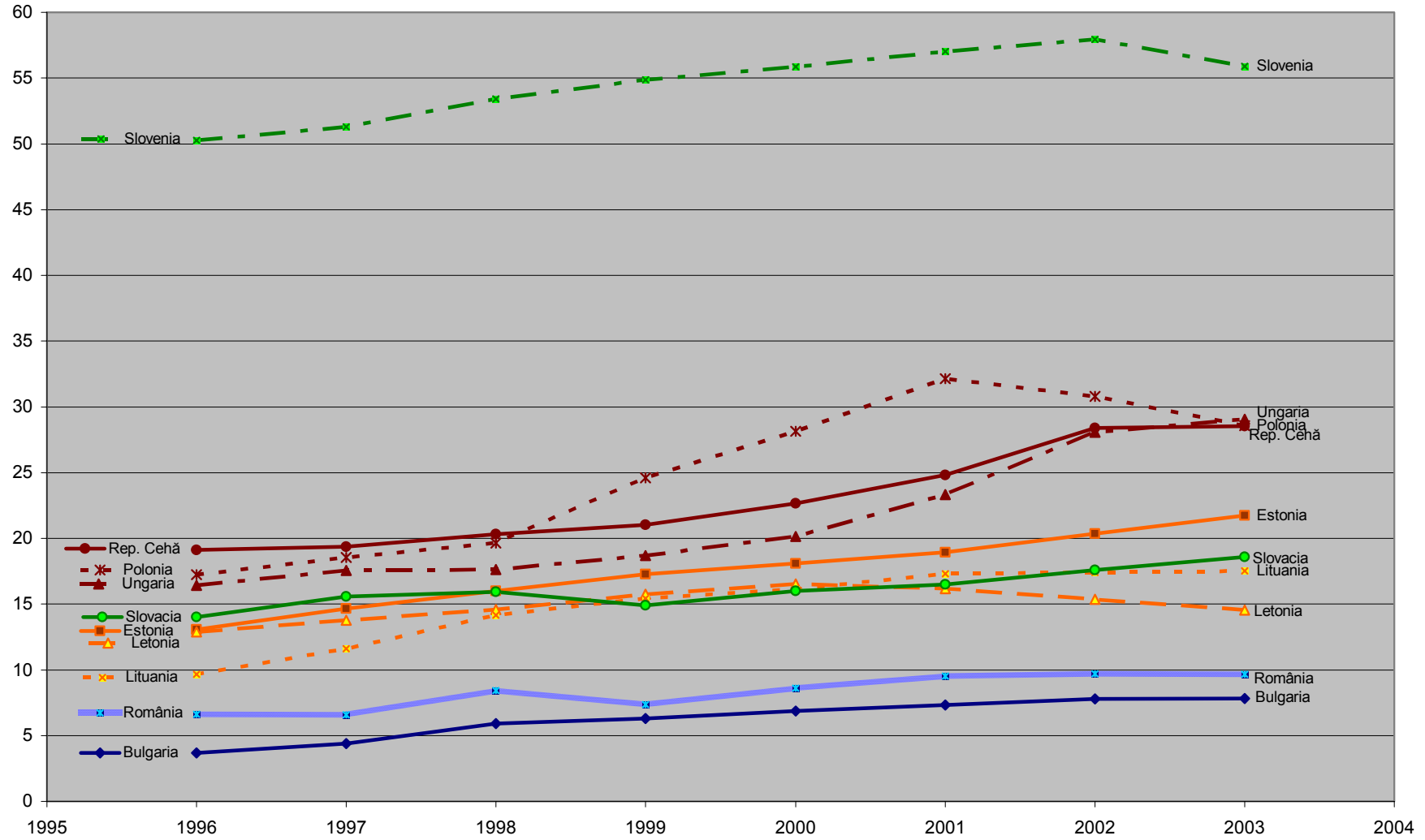
5. PIB/locuitor (% din media UE)



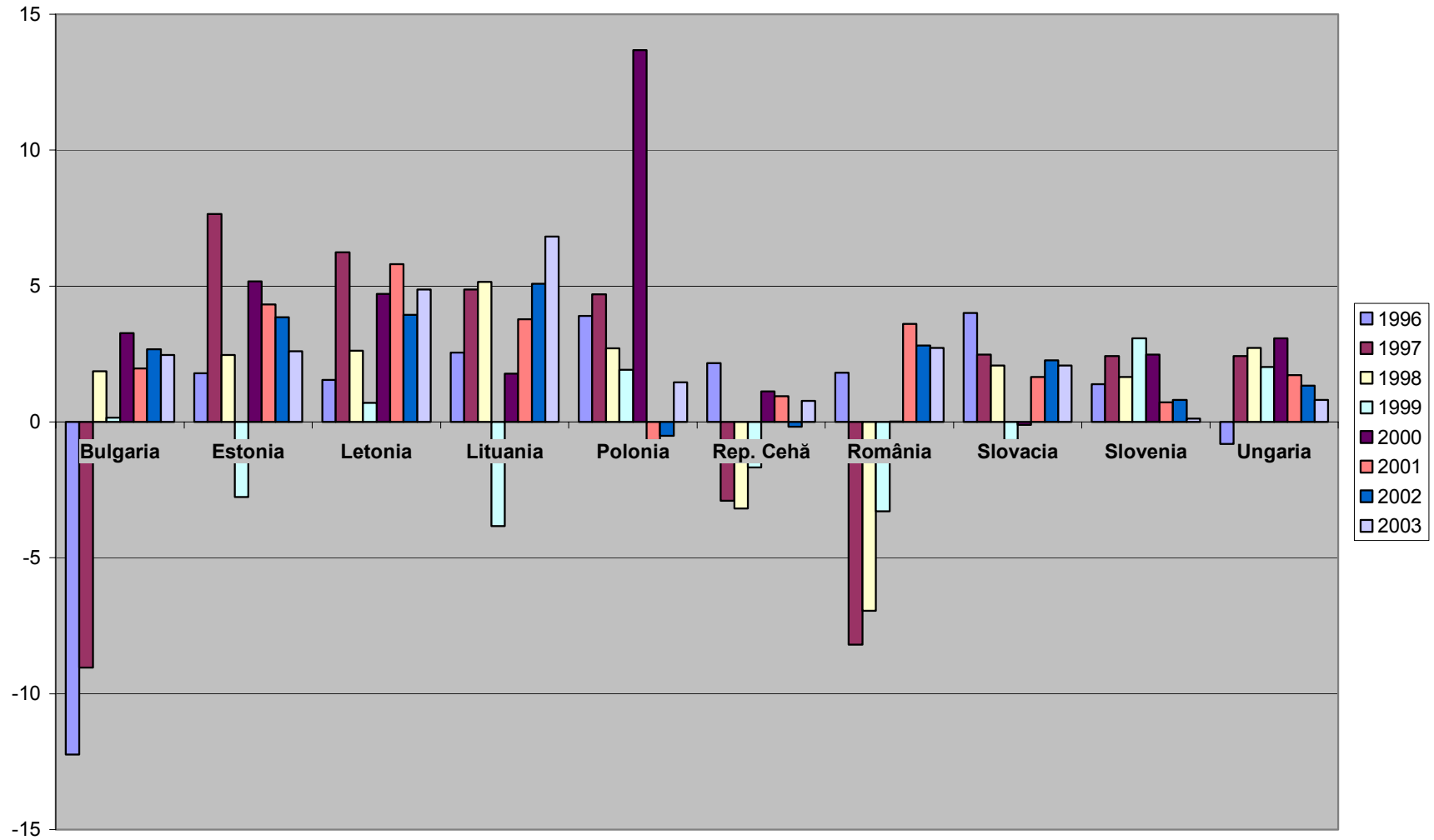
6. PIB (exprimat în PPC)/locuitor (% din media UE)



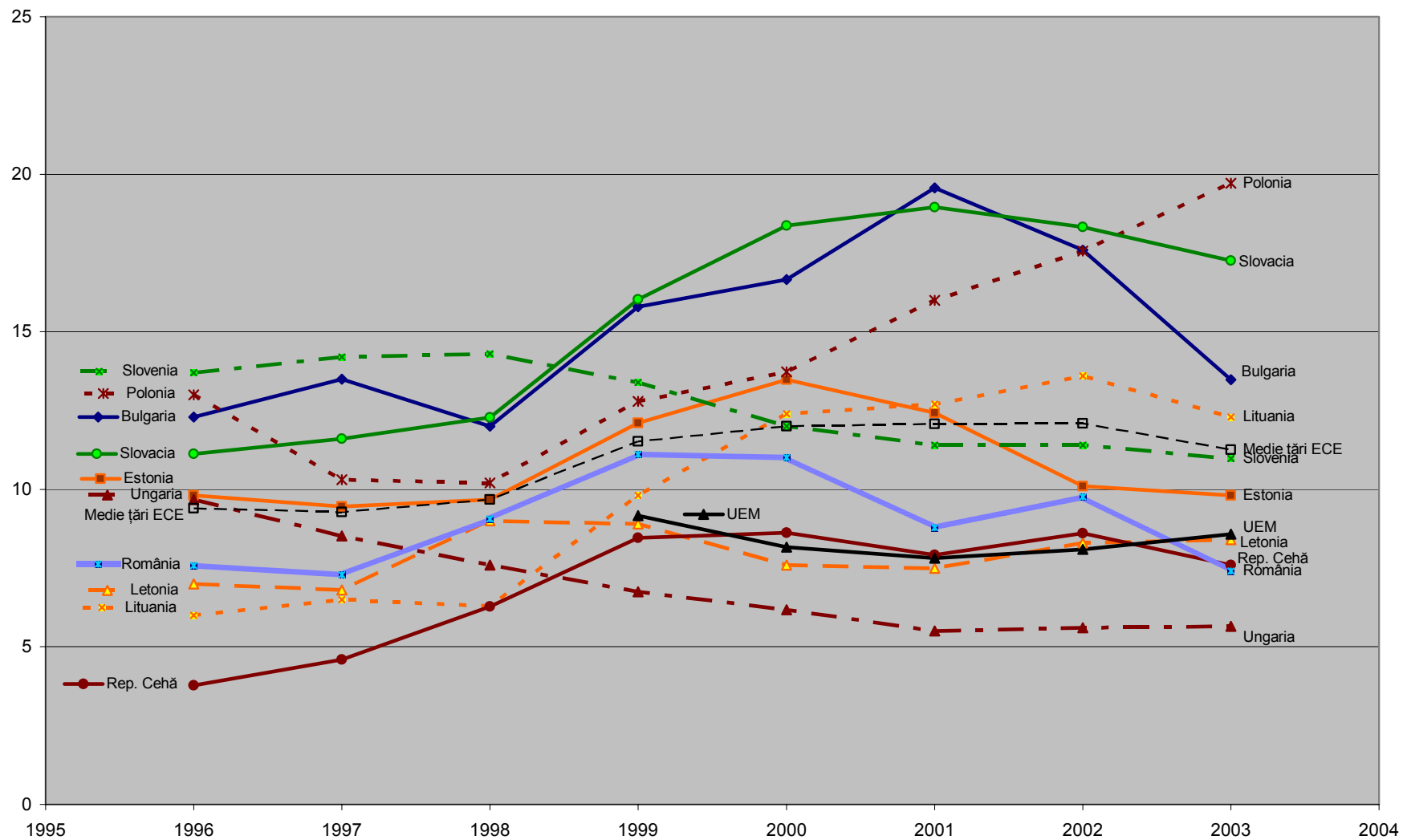
7. Salariul lunar mediu (% din media UE)



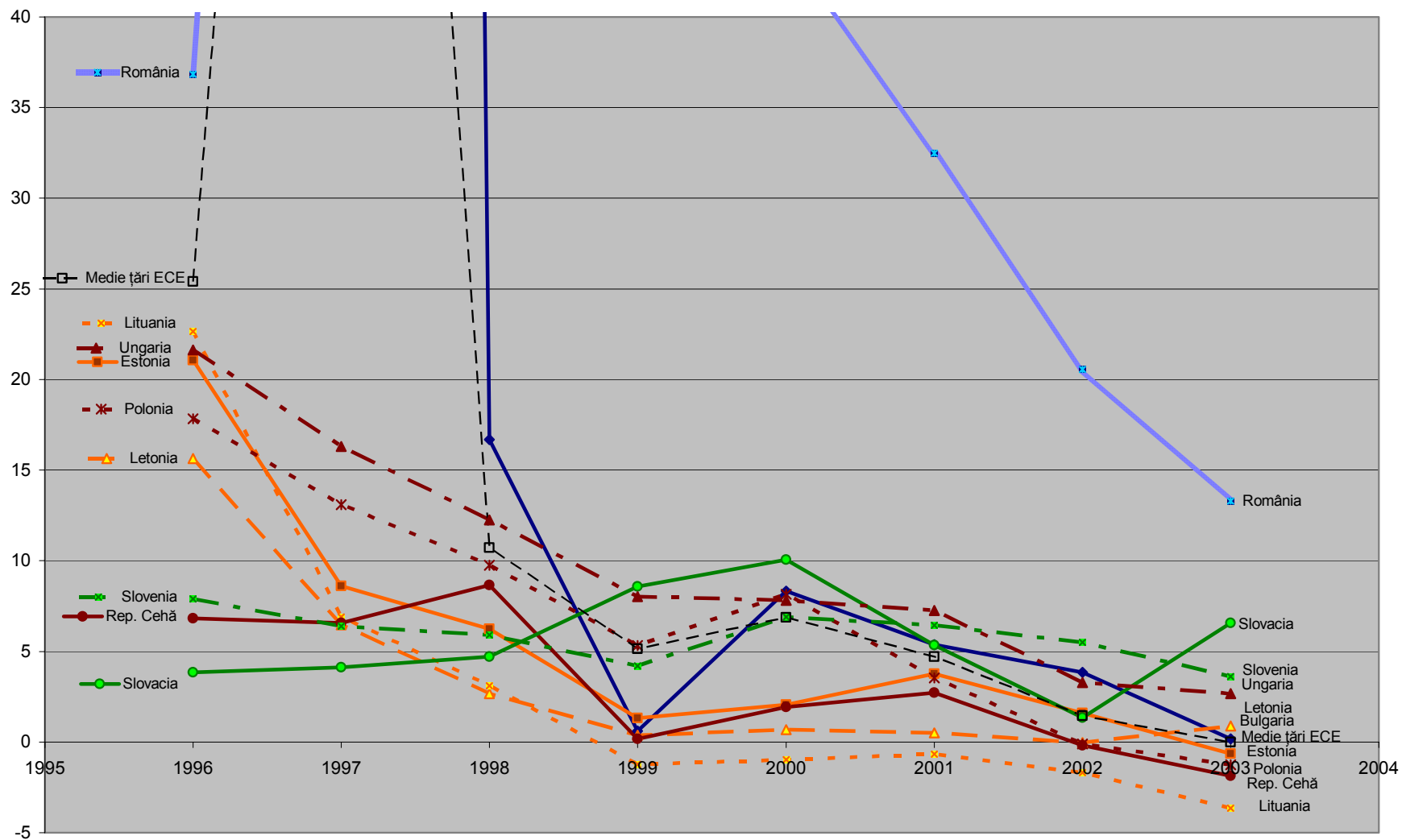
8. Diferențialul de creștere economică între țările ECE și UEM



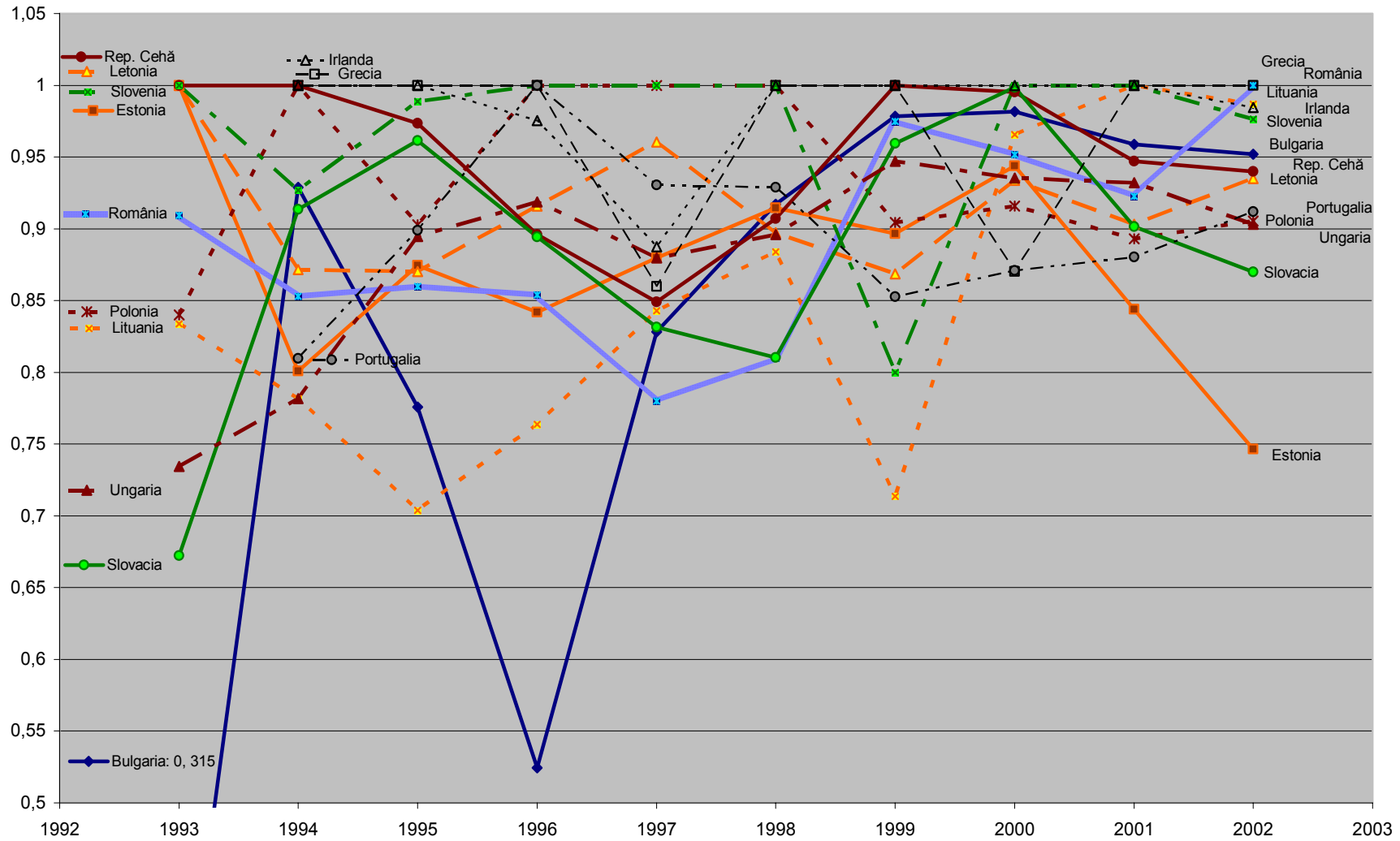
9. Rata șomajului în țările ECE



10. Diferențialul de inflație dintre țările ECE și UEM

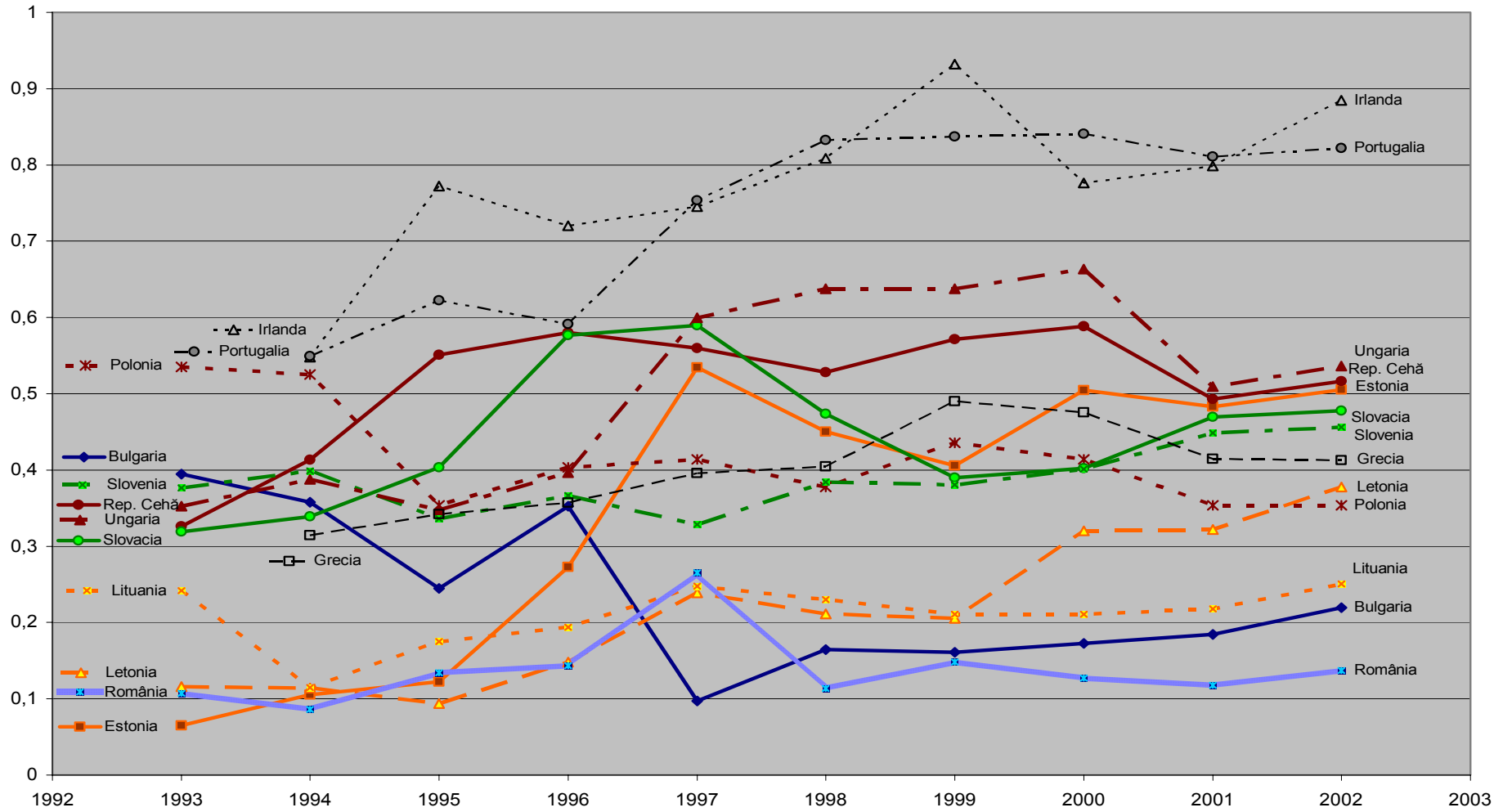


Indicatorul agregat de vulnerabilitate externă

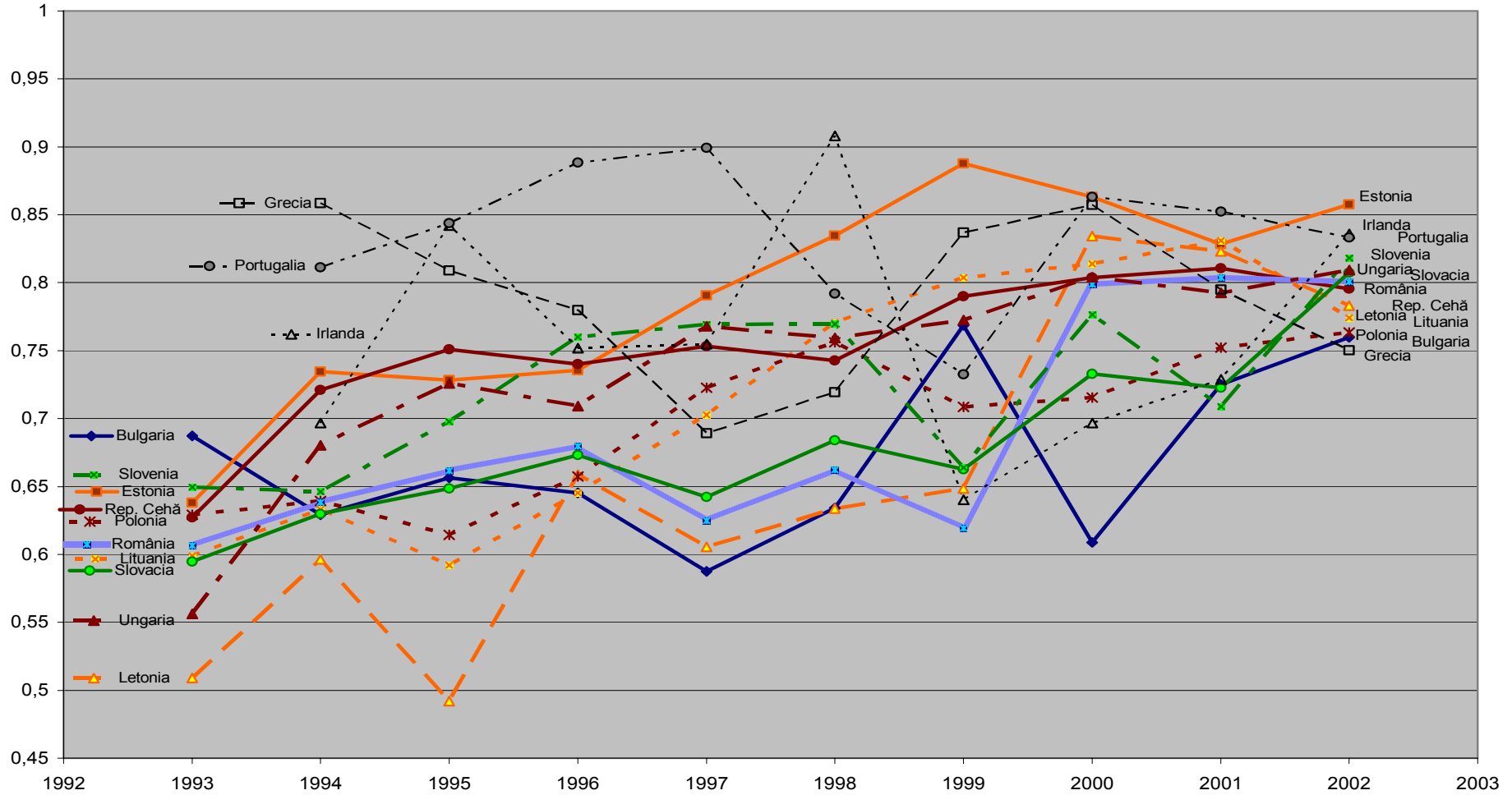


Anexa nr. 5 – Evoluția indicatorilor agregați de evaluare a riscului extern și a riscului financiar pentru țările din Europa Centrală și de Est

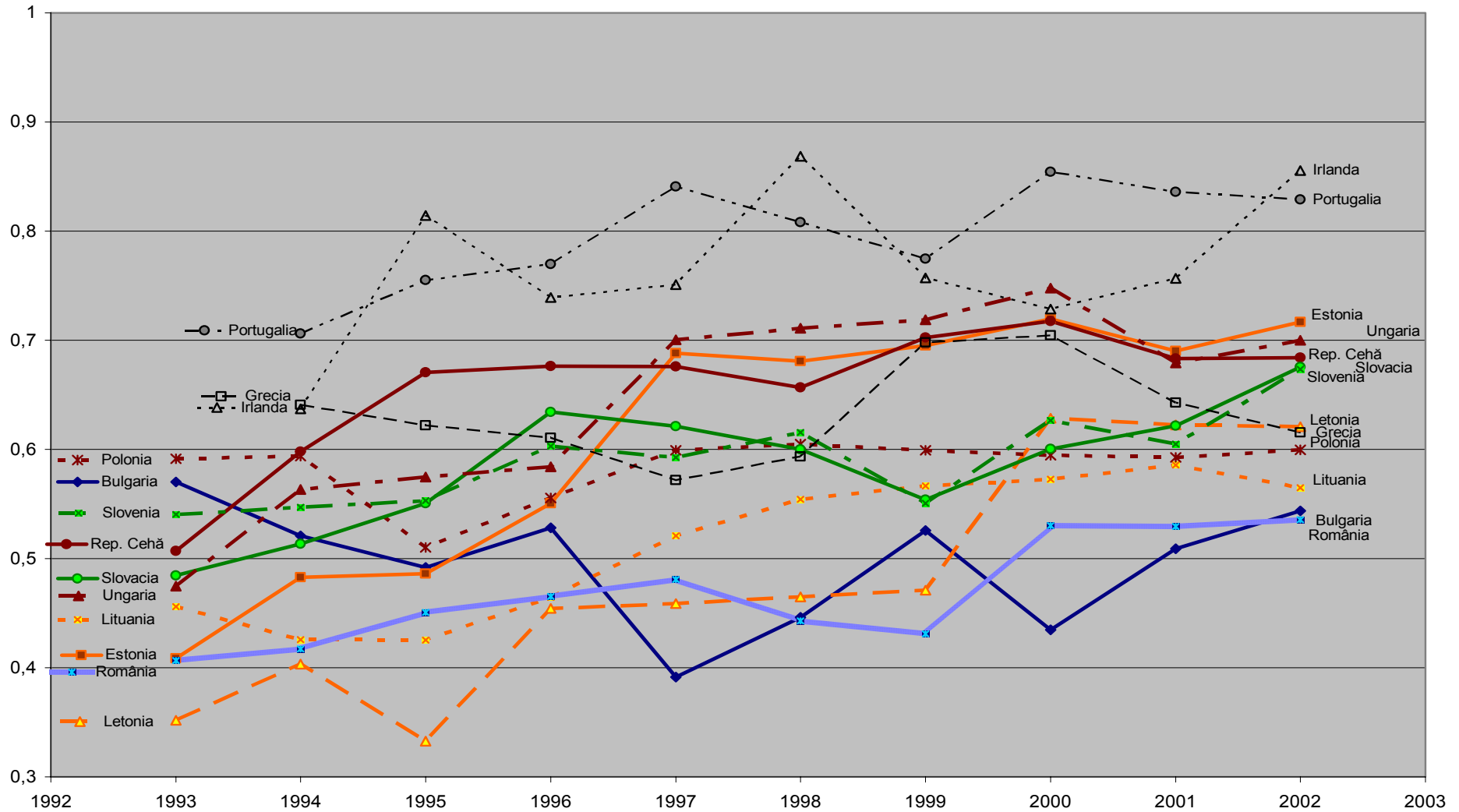
Indicatorul agregat de dezvoltare financiară



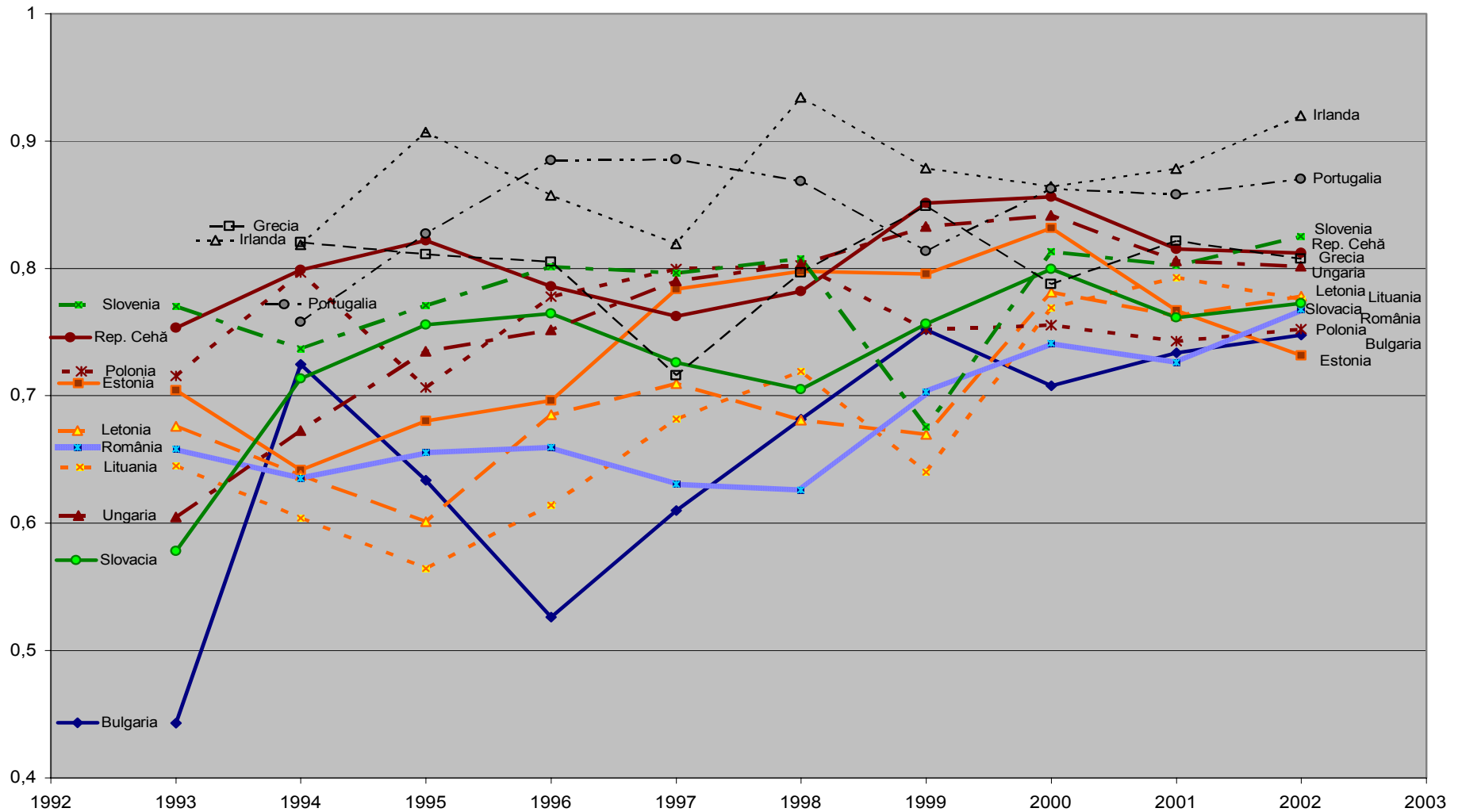
Indicatorul agregat de vulnerabilitate financiară



Indicatorul agregat de fragilitate financiară



Indicatorul agregat de sustenabilitate a participării țărilor ECE la SME II



Bulgaria	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	0,15	1,00	1,00	0,46	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația rezervelor oficiale (%)	0,45	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Deficitul contului curent / PIB (%)	0,41	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,89	0,91	0,79	1,00
Deficitul bugetar / PIB (%)	0,25	0,64	0,57	0,16	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	1,00	0,31	1,00	0,14	0,59	1,00	1,00	1,00	0,76
Risc extern	0,32	0,93	0,78	0,52	0,83	0,92	0,98	0,98	0,96	0,95
Active bancare / PIB	0,76	0,67	0,43	0,69	0,20	0,16	0,17	0,17	0,19	0,21
Credit total / PIB	1,00	0,96	0,64	1,00	0,19	0,14	0,14	0,17	0,19	0,22
Marja bancară (%)	0,21	0,16	0,15	0,07	0,09	0,32	0,35	0,40	0,41	0,51
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,17	0,12	0,10	0,11	0,11
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,03	0,03	0,06
Dezvoltarea sistemului financiar	0,39	0,36	0,24	0,35	0,10	0,16	0,16	0,17	0,18	0,22
Credit neguvernamental / Credit total	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	1,00	1,00	1,00	1,00	0,79	0,51	0,52	0,34	0,38	0,43
Credite neperformante (%)	0,75	0,74	0,40	0,33	0,38	0,42	0,29	0,46	0,65	0,83
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,02	0,08	0,10	0,11	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02
Active bănci publice / active bancare (%)	0,06	0,17	0,33	0,36	0,68	0,87	0,99	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	1,00	1,00	0,85	1,00	0,00	0,46	1,00	1,00	0,92	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	1,00	1,00	1,00	0,63	1,00	0,88	0,87	0,96	0,84	0,76
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	1,00	0,28	0,82	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,05	0,03	0,05	0,03	0,00	0,18	1,00	0,32	0,45	0,57
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,69	0,63	0,66	0,65	0,59	0,63	0,77	0,61	0,73	0,76
Indicator agregat de sustenabilitate	0,44	0,72	0,63	0,53	0,61	0,68	0,75	0,71	0,73	0,75

Estonia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	0,65	0,84	0,62	0,44
Variația rezervelor oficiale (%)	1	1	1	1	1	1	1,00	1,00	0,78	1,00
Deficitul contului curent / PIB (%)	1	0,72	1	0,53	0,40	0,57	0,83	0,88	0,82	0,45
Deficitul bugetar / PIB (%)	1	1	1	1	1	1	1,00	1,00	1,00	1,00
Apresiasi excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	0,28	0,37	0,68	1	1	1,00	1,00	1,00	0,85
Risc extern	1	0,80	0,87	0,84	0,88	0,91	0,90	0,94	0,84	0,75
Active bancare / PIB	0,14	0,16	0,16	0,19	0,28	0,26	0,28	0,31	0,34	0,37
Credit total / PIB	0,12	0,12	0,13	0,21	0,30	0,30	0,32	0,36	0,40	0,46
Marja bancară (%)	#VALUE!	0,25	0,33	0,38	0,60	0,48	0,48	0,91	0,89	0,84
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,00	0,00	0,32	0,49	0,21	0,79	0,77	0,64	0,74
Rotatia pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,28	1,00	1,00	0,15	0,18	0,15	0,11
Dezvoltarea sistemului financiar	0,06	0,11	0,12	0,27	0,53	0,45	0,41	0,50	0,48	0,51
Credit neguvernamental / Credit total	0,83	0,74	0,73	0,83	0,82	0,86	0,88	0,86	0,88	0,88
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,95	0,62	0,52	0,63	1,00	1,00	1,00	1,00	0,85	0,79
Credite neperformante (%)	0,71	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,01	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	0,06	0,07	0,06	0,12
Active bănci publice / active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,95	1,00	1,00	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	0,83	0,90	0,89	0,72	0,68	1,00	0,98	0,88	0,92	0,86
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,04	0,07	0,11	0,14	0,31	0,40	1,00	0,82	0,58	0,92
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,64	0,73	0,73	0,74	0,79	0,83	0,89	0,86	0,83	0,86
Indicator agregat de sustenabilitate	0,70	0,64	0,68	0,70	0,78	0,80	0,80	0,83	0,77	0,73

Letonia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	#VALUE!	1	0,86	1	1	1	1	0,95	1	1
Deficitul contului curent / PIB (%)	1	1	1	0,90	0,80	0,49	0,51	0,72	0,52	0,68
Deficitul bugetar / PIB (%)	#NAME?	1	1	1	1	1	0,83	1	1	1
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	0,36	0,50	0,68	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risc extern	1	0,87	0,87	0,92	0,96	0,90	0,87	0,93	0,90	0,94
Active bancare / PIB	0,35	0,22	0,16	0,18	0,24	0,21	0,24	0,29	0,34	0,40
Credit total / PIB	0,17	0,21	0,14	0,12	0,14	0,17	0,18	0,24	0,29	0,37
Marja bancară (%)	0,06	0,14	0,17	0,24	0,36	0,37	0,36	0,45	0,56	0,71
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,00	0,00	0,06	0,13	0,13	0,13	0,16	0,20	0,17
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,14	0,33	0,17	0,11	0,46	0,22	0,25
Dezvoltarea sistemului financiar	0,12	0,11	0,09	0,15	0,24	0,21	0,21	0,32	0,32	0,38
Credit neguvernamental / Credit total	0,88	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,96	0,98
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,68	0,39	0,50	0,45	0,51	0,59	0,60	0,47	0,46	0,55
Credite neperformante (%)	#VALUE!	0,45	0,26	0,25	0,50	0,74	0,74	1,00	1,00	1,00
Capital propriu / Active bancare (%)	0,92	1,00	1,00	1,00	0,96	0,52	0,28	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,05	0,06	0,06	0,08	0,14
Active bănci publice / active bancare (%)	#VALUE!	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	#VALUE!	1,00	0,00	0,67	1,00	1,00	0,86	1,00	1,00	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	#VALUE!	1,00	1,00	1,00	0,66	0,74	0,94	0,82	0,74	0,79
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	#VALUE!	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,37
Rata inflației(%)	0,03	0,09	0,13	0,19	0,39	0,71	1,00	1,00	1,00	1,00
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,51	0,60	0,49	0,66	0,61	0,63	0,65	0,83	0,82	0,78
Indicator agregat de sustenabilitate	0,68	0,64	0,60	0,69	0,71	0,68	0,67	0,78	0,76	0,78

Lituania	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	#VALUE!	1	1	1	1	1	0,70	1	1	1
Deficitul contului curent / PIB (%)	1	1	0,50	0,55	0,49	0,42	0,45	0,83	1	1
Deficitul bugetar / PIB (%)	0,50	0,64	0,65	0,83	1,00	1,00	0,43	1,00	1,00	1,00
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	0,27	0,37	0,45	0,72	1,00	1,00	1,00	1,00	0,93
Risc extern	0,83	0,78	0,70	0,76	0,84	0,88	0,71	0,97	1,00	0,99
Active bancare / PIB	0,12	0,13	0,11	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15	0,15
Credit total / PIB	0,14	0,18	0,14	0,11	0,12	0,13	0,15	0,14	0,15	0,17
Marja bancară (%)	0,94	0,24	0,48	0,44	0,51	0,54	0,41	0,40	0,50	0,65
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,02	0,15	0,32	0,49	0,21	0,23	0,30	0,21	0,21
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,12	0,07	0,08	0,07
Dezvoltarea sistemului financiar	0,24	0,11	0,17	0,19	0,25	0,23	0,21	0,21	0,22	0,25
Credit neguvernamental / Credit total	0,79	0,85	0,83	0,90	1,00	0,95	1,00	1,00	1,00	0,98
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,84	0,50	0,41	0,47	0,45	0,78	0,71	0,65	0,60	0,50
Credite neperformante (%)	#VALUE!	0,19	0,29	0,16	0,18	0,40	0,42	0,46	0,71	0,70
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03
Active bănci publice / active bancare (%)	0,93	1,00	0,76	0,92	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	#VALUE!	0,85	0,52	0,84	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	#VALUE!	0,87	1,00	1,00	1,00	0,90	0,87	1,00	0,97	0,84
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	#VALUE!	1,00	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,01	0,05	0,08	0,13	0,37	0,65	1,00	1,00	1,00	1,00
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,60	0,63	0,59	0,65	0,70	0,77	0,80	0,81	0,83	0,77
Indicator agregat de sustenabilitate	0,64	0,60	0,56	0,61	0,68	0,72	0,64	0,77	0,79	0,78

Polonia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	0,89	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația rezervelor oficiale (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,93	1,00	0,93	1,00
Deficitul contului curent / PIB (%)	0,63	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,59	0,86	1,00	1,00
Deficitul bugetar / PIB (%)	#NAME?	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70	0,53
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	1,00	0,51	1,00	1,00	1,00	1,00	0,72	0,83	1,00
Risc extern	0,84	1,00	0,90	1,00	1,00	1,00	0,90	0,92	0,89	0,91
Active bancare / PIB	0,24	0,22	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26
Credit total / PIB	0,38	0,34	0,30	0,31	0,32	0,32	0,35	0,32	0,34	0,33
Marja bancară (%)	1,00	1,00	0,50	0,55	0,60	0,53	0,58	0,57	0,51	0,56
Capitalizare bursieră / PIB	0,06	0,07	0,08	0,13	0,18	0,27	0,41	0,35	0,30	0,36
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	1,00	1,00	0,68	0,81	0,75	0,52	0,59	0,58	0,36	0,26
Dezvoltarea sistemului financiar	0,54	0,53	0,35	0,40	0,41	0,38	0,44	0,41	0,35	0,35
Credit neguvernamental / Credit total	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,74	0,71	0,55	0,55	0,65	0,89	0,46	0,49	0,63	0,54
Credite neperformante (%)	0,14	0,15	0,21	0,34	0,43	0,42	0,34	0,31	0,27	0,24
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,05	0,05	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04
Active bănci publice / active bancare (%)	0,28	0,39	0,57	0,60	0,97	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	1,00	1,00	0,66	1,00	1,00	1,00	0,91	1,00	1,00	0,83
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	1,00	1,00	1,00	0,88	0,92	0,93	0,89	1,00	0,98	0,99
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,09	0,10	0,12	0,17	0,22	0,28	0,45	0,33	0,60	1,00
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,63	0,64	0,61	0,66	0,72	0,76	0,71	0,72	0,75	0,76
Indicator agregat de sustenabilitate	0,72	0,80	0,71	0,78	0,80	0,80	0,75	0,76	0,74	0,75

Republica Cehă	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	1	1	1	0,78	0,58	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Deficitul contului curent / PIB (%)	1	1	1	0,69	0,67	1,00	1,00	0,98	0,92	0,84
Deficitul bugetar / PIB (%)	1	1	1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,96	1,00
Apresiasi excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	1	0,87	1,00	1,00	0,54	1,00	1,00	0,86	0,86
Risc extern	1	1	0,97	0,90	0,85	0,91	1,00	1,00	0,95	0,94
Active bancare / PIB	0,48	0,50	0,53	0,51	0,55	0,52	0,52	0,50	0,49	0,48
Credit total / PIB	0,68	0,70	0,70	0,67	0,67	0,59	0,55	0,50	0,46	0,42
Marja bancară (%)	0,47	0,55	0,57	0,58	0,61	0,71	0,79	0,89	0,82	0,83
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,31	0,64	0,66	0,51	0,46	0,40	0,47	0,34	0,47
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,31	0,48	0,46	0,36	0,58	0,57	0,36	0,39
Dezvoltarea sistemului financiar	0,33	0,41	0,55	0,58	0,56	0,53	0,57	0,59	0,49	0,52
Credit neguvernamental / Credit total	0,90	0,88	0,90	0,87	0,85	0,86	0,87	0,90	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,34
Credite neperformante (%)	0,22	0,14	0,19	0,23	0,25	0,25	0,23	0,26	0,37	0,62
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,11	0,08	0,06	0,07	0,07	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03
Active bănci publice / active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	#VALUE!	0,84	1,00	0,92	1,00	0,96	0,75	1,00	1,00	0,97
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	#VALUE!	0,94	1,00	1,00	0,98	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	#VALUE!	1,00	1,00	0,93	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,16	0,33	0,36	0,38	0,39	0,31	1,00	0,85	0,70	1,00
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,63	0,72	0,75	0,74	0,75	0,74	0,79	0,80	0,81	0,80
Indicator agregat de sustenabilitate	0,75	0,80	0,82	0,79	0,76	0,78	0,85	0,86	0,82	0,81

ROMÂNIA	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	1	1	0,51	1,00	1,00	0,51	0,87	1	1	1
Deficitul contului curent / PIB (%)	0,64	1,00	0,79	0,52	0,75	0,59	1,00	1,00	0,83	1
Deficitul bugetar / PIB (%)	1,00	1,00	1,00	0,75	0,78	1,00	1,00	0,76	0,99	1
Apreciere excesivă a cursului valutar real	#VALUE!	0,26	1,00	1,00	0,37	0,96	1,00	1,00	0,80	1
Risc extern	0,91	0,85	0,86	0,85	0,78	0,81	0,97	0,95	0,92	1
Active bancare / PIB	0,20	0,16	0,18	0,20	0,13	0,15	0,14	0,12	0,13	0,14
Credit total / PIB	0,20	0,17	0,22	0,27	0,17	0,20	0,17	0,13	0,11	0,12
Marja bancară (%)	0,13	0,10	0,28	0,19	0,28	0,18	0,16	0,16	0,18	0,20
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,01	0,02	0,02	0,06	0,15
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,00	0,06	0,69	0,03	0,26	0,20	0,10	0,08
Dezvoltarea sistemului financiar	0,11	0,09	0,13	0,14	0,26	0,11	0,15	0,13	0,12	0,14
Credit neguvernamental / Credit total		0,86	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	1,00	1,00	1,00	0,82	0,68	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Credite neperformante (%)	#VALUE!	0,27	0,13	0,10	0,09	0,09	0,14	1,00	1,00	1,00
Capital propriu / Active bancare (%)	0,87	0,74	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,19	0,10	0,29	1,00	0,06	0,09	0,04	0,03	0,02	0,02
Active bănci publice / active bancare (%)	#VALUE!	0,39	0,31	0,38	0,40	0,49	0,99	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	1,00	1,00	0,98	1,00	1,00	1,00	0,94	0,89	1,00	1,00
0,77	1,00	1,00	0,85	0,91	1,00	0,90	1,00	1,00	0,92	0,85
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	0,00	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,01	0,02	0,10	0,08	0,02	0,06	0,07	0,07	0,10	0,15
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,61	0,64	0,66	0,68	0,62	0,66	0,62	0,80	0,80	0,80
Indicator agregat de sustenabilitate	0,66	0,64	0,66	0,66	0,63	0,63	0,70	0,74	0,73	0,77

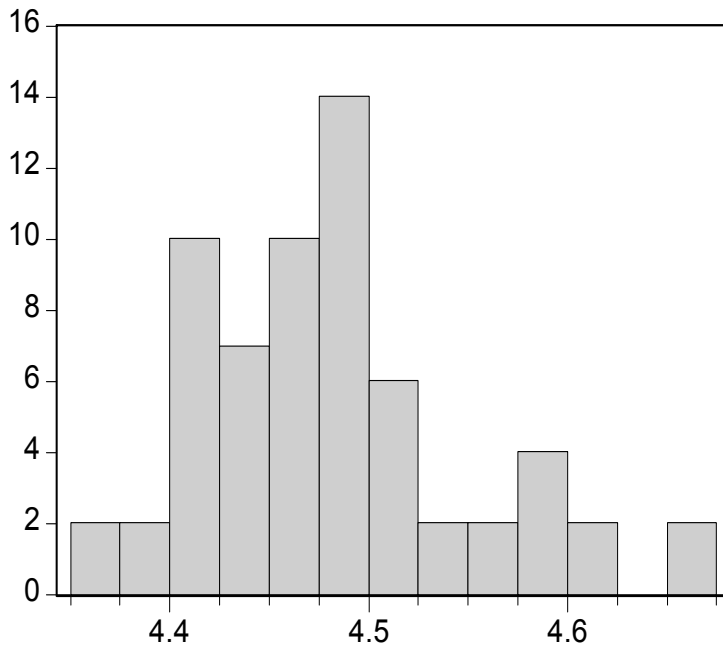
Slovacia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	0,97	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	0,02	1,00	1,00	1,00	0,89	0,78	1,00	1,00	1,00	1,00
Deficitul contului curent / PIB (%)	1,00	1,00	1,00	0,47	0,52	0,49	0,86	1,00	0,58	0,61
Deficitul bugetar / PIB (%)	0,67	0,72	1,00	1,00	0,75	0,81	0,94	0,99	0,93	1,00
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	0,85	0,81	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,74
Risc extern	0,67	0,91	0,96	0,89	0,83	0,81	0,96	1,00	0,90	0,87
Active bancare / PIB	0,40	0,34	0,33	0,40	0,49	0,46	0,40	0,44	0,46	0,44
Credit total / PIB	0,67	0,52	0,44	0,51	0,61	0,58	0,54	0,54	0,57	0,49
Marja bancară (%)	0,52	0,64	0,43	0,72	0,64	0,68	0,50	0,52	0,70	0,93
Capitalizare bursieră / PIB	0,00	0,19	0,15	0,25	0,20	0,43	0,38	0,36	0,36	0,21
Rotatia pieței / capitalizare bursieră	0,00	0,00	0,67	1,00	1,00	0,23	0,12	0,15	0,26	0,31
Dezvoltarea sistemului financiar	0,32	0,34	0,40	0,58	0,59	0,47	0,39	0,40	0,47	0,48
Credit neguvernamental / Credit total	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,95	0,99	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,15	0,14	0,24	0,28	0,29	0,23	0,24	0,86	0,63	0,66
Credite neperformante (%)	0,41	0,17	0,12	0,16	0,15	0,11	0,15	0,19	0,21	0,45
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,87	0,09	0,05	0,07	0,06	0,07	0,05	0,04	0,04	0,03
Active bănci publice / active bancare (%)	0,59	0,66	0,78	0,92	1,00	1,00	0,99	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	#VALUE!	1,00	0,96	0,91	0,96	1,00	0,96	0,98	0,90	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	#VALUE!	1,00	1,00	0,83	0,79	1,00	0,99	1,00	1,00	0,95
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	#VALUE!	1,00	1,00	1,00	0,62	0,93	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,14	0,25	0,33	0,57	0,54	0,49	0,31	0,27	0,45	0,99
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,59	0,63	0,65	0,67	0,64	0,68	0,66	0,73	0,72	0,81
Indicator agregat de sustenabilitate	0,58	0,71	0,76	0,76	0,73	0,71	0,76	0,80	0,76	0,77

Slovenia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
Deficitul contului curent / PIB (%)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Deficitul bugetar / PIB (%)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Apreciere excesivă a cursului valutar real	#VALUE!	0,64	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,88
Risc extern	1	0,93	0,99	1,00	1,00	1,00	0,80	1,00	1,00	0,98
Active bancare / PIB	0,27	0,30	0,32	0,33	0,34	0,35	0,35	0,36	0,43	0,41
Credit total / PIB	0,31	0,30	0,34	0,33	0,33	0,37	0,40	0,42	0,44	0,43
Marja bancară (%)	0,21	0,31	0,42	0,44	0,49	0,60	0,65	0,58	0,64	0,68
Capitalizare bursieră / PIB	0,09	0,09	0,06	0,07	0,19	0,27	0,23	0,36	0,40	0,55
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	1,00	1,00	0,55	0,66	0,29	0,33	0,27	0,29	0,33	0,21
Dezvoltarea sistemului financiar	0,38	0,40	0,34	0,37	0,33	0,38	0,38	0,40	0,45	0,46
Credit neguvernamental / Credit total	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,42	0,71	0,69	0,77	0,86	0,85	0,69	0,78	1,00	0,96
Credite neperformante (%)	0,26	0,36	0,54	0,50	0,50	0,53	0,58	0,59	0,71	0,77
Capital propriu / Active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,06	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Active bănci publice / active bancare (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,89	1,00	1,00	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	#VALUE!	0,95	0,83	0,96	1,00	0,87	0,90	0,98	0,95	0,98
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	1,00	0,24	0,63	1,00	0,90	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00
Rata inflației(%)	0,10	0,16	0,25	0,33	0,39	0,42	0,53	0,37	0,39	0,44
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,65	0,65	0,70	0,76	0,77	0,77	0,66	0,78	0,71	0,82
Indicator agregat de sustenabilitate	0,77	0,74	0,77	0,80	0,80	0,81	0,68	0,81	0,80	0,82

Ungaria	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Rezerve oficiale minus aur / datorie externă pe termen scurt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Variația rezervelor oficiale (%)	1	1	1	0,62	0,73	1,00	1,00	1,00	0,92	0,93
Deficitul contului curent / PIB (%)	0,41	0,49	1,00	1,00	1,00	1,00	0,92	0,80	1,00	1,00
Deficitul bugetar / PIB (%)	0,52	0,42	0,47	0,97	0,67	0,48	0,81	0,88	1,00	1,00
Apreciere excesiva a cursului valutar real	#VALUE!	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,74	0,59
Risc extern	0,73	0,78	0,89	0,92	0,88	0,90	0,95	0,94	0,93	0,90
Active bancare / PIB	0,34	0,32	0,29	0,29	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,31
Credit total / PIB	0,90	0,86	0,76	0,67	0,61	0,58	0,49	0,51	0,46	0,49
Marja bancară (%)	0,34	0,47	0,40	0,38	0,69	0,69	0,76	1,00	0,90	1,00
Capitalizare bursieră / PIB	0,04	0,08	0,11	0,25	0,70	0,62	0,66	0,53	0,43	0,45
Rotăția pieței / capitalizare bursieră	0,14	0,21	0,16	0,40	0,70	1,00	0,98	0,97	0,45	0,44
Dezvoltarea sistemului financiar	0,35	0,39	0,35	0,40	0,60	0,64	0,64	0,66	0,51	0,54
Credit neguvernamental / Credit total	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(Rezerve / depozite) / (numerar / M2)	0,79	0,58	0,74	0,37	0,61	0,65	0,63	0,87	0,59	0,46
Credite neperformante (%)	0,17	0,25	0,41	0,56	0,94	0,74	1,00	1,00	1,00	1,00
Capital propriu / Active bancare (%)	0,91	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Active nete în valută / active bancare (%)	0,05	0,05	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,05
Active bănci publice / active bancare (%)	0,50	0,74	0,96	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Variația raportului depozite/M2 (%)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,95	0,81	1,00	0,99	1,00
Expansiunea creditului neguvernamental/expansiunea PIB	1,00	1,00	1,00	1,00	0,91	1,00	0,93	0,81	0,95	0,96
Credite de la banca centrală / capitaluri proprii (%)	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata inflației(%)	0,15	0,17	0,12	0,14	0,18	0,23	0,33	0,34	0,36	0,63
Vulnerabilitatea sistemului financiar	0,56	0,68	0,73	0,71	0,77	0,76	0,77	0,80	0,79	0,81
Indicator agregat de sustenabilitate	0,60	0,67	0,73	0,75	0,79	0,80	0,83	0,84	0,81	0,80

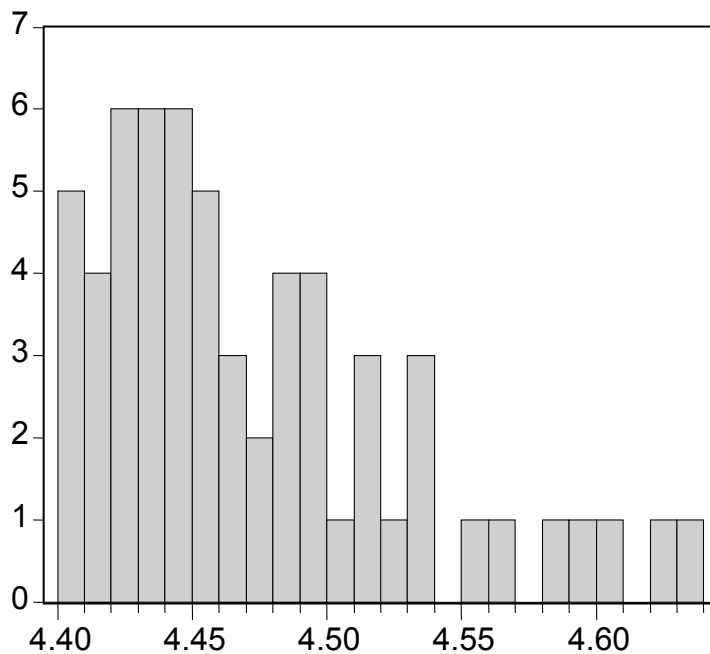
**Anexa nr. 6 – Teste econometrice privind cursul valutar de echilibru
dintre leu și euro**

Histograma LRER



Series: LRER	
Sample 1999:01 2004:03	
Observations 63	
Mean	4.480684
Median	4.475145
Maximum	4.660062
Minimum	4.372373
Std. Dev.	0.067564
Skewness	0.790647
Kurtosis	3.142946
Jarque-Bera	6.617420
Probability	0.036563

Histograma LREER:



Series: LREER	
Sample 1999:04 2004:03	
Observations 60	
Mean	4.473575
Median	4.453194
Maximum	4.634464
Minimum	4.402618
Std. Dev.	0.057940
Skewness	1.090405
Kurtosis	3.493630
Jarque-Bera	12.49901
Probability	0.001931

Corelograma LRER

Date: 09/29/04 Time: 13:31

Sample: 1999:01 2004:03

Included observations: 63

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *****	. *****	1	0.898	0.898	53.266	0.000
. *****	. .	2	0.800	-0.034	96.207	0.000
. *****	** .	3	0.674	-0.199	127.18	0.000
. ****	. *	4	0.583	0.106	150.73	0.000
. ****	. .	5	0.500	0.010	168.37	0.000
. ****	. *	6	0.468	0.170	184.08	0.000
. ***	** .	7	0.404	-0.191	196.02	0.000
. **	. *	8	0.327	-0.177	203.97	0.000
. **	. .	9	0.239	0.000	208.31	0.000
. *	. *	10	0.148	-0.076	210.01	0.000
. .	. *	11	0.053	-0.083	210.23	0.000
. .	. *	12	-0.025	-0.073	210.28	0.000
. *	. .	13	-0.082	0.022	210.84	0.000
. *	. *	14	-0.100	0.181	211.68	0.000
. *	. .	15	-0.107	0.001	212.65	0.000
. *	. .	16	-0.110	-0.057	213.70	0.000
. *	. *	17	-0.106	0.079	214.70	0.000
. *	. *	18	-0.139	-0.173	216.47	0.000
. *	. .	19	-0.163	0.061	218.93	0.000
. *	. .	20	-0.172	0.046	221.76	0.000
. *	. .	21	-0.160	-0.027	224.26	0.000
. *	** .	22	-0.183	-0.245	227.60	0.000
. *	. .	23	-0.182	-0.020	230.98	0.000
** .	. *	24	-0.228	-0.175	236.42	0.000
** .	. .	25	-0.266	-0.010	244.03	0.000
** .	. .	26	-0.311	-0.047	254.71	0.000
** .	. .	27	-0.316	0.053	266.07	0.000
** .	. *	28	-0.318	0.106	277.94	0.000

Corelograma LREER:

Date: 09/29/04 Time: 13:32

Sample: 1999:01 2004:03

Included observations: 60

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *****	. *****	1	0.892	0.892	50.121	0.000
. *****	. .	2	0.772	-0.110	88.377	0.000
. *****	. .	3	0.659	-0.036	116.71	0.000
. *****	. .	4	0.559	-0.005	137.45	0.000
. *****	. .	5	0.467	-0.028	152.23	0.000
. ***	. .	6	0.401	0.061	163.33	0.000
. **	. .	7	0.318	-0.143	170.45	0.000
. **	. .	8	0.256	0.057	175.12	0.000
. *	. .	9	0.170	-0.174	177.24	0.000
. *	. .	10	0.086	-0.047	177.79	0.000
. .	. *	11	0.028	0.071	177.85	0.000
. .	. .	12	-0.017	-0.041	177.87	0.000
.* .	. *	13	-0.072	-0.084	178.28	0.000
.* .	. .	14	-0.100	0.054	179.10	0.000
.* .	. .	15	-0.131	-0.044	180.51	0.000
.* .	. .	16	-0.150	0.018	182.41	0.000
.* .	. .	17	-0.159	0.003	184.61	0.000
.* .	. .	18	-0.169	-0.033	187.13	0.000
.* .	. .	19	-0.182	-0.033	190.12	0.000
** .	. *	20	-0.198	-0.097	193.76	0.000
** .	. *	21	-0.244	-0.134	199.45	0.000
** .	. .	22	-0.285	-0.043	207.39	0.000
** .	. .	23	-0.314	-0.034	217.33	0.000
** .	. *	24	-0.312	0.107	227.41	0.000
** .	. *	25	-0.309	-0.074	237.57	0.000
** .	. .	26	-0.301	-0.023	247.49	0.000
** .	. .	27	-0.297	0.000	257.42	0.000
** .	. .	28	-0.285	-0.013	266.83	0.000

Teste de rădăcină unitară – LRER

Level:

ADF Test Statistic	-2.992749	1% Critical Value*	-3.5417
		5% Critical Value	-2.9101
		10% Critical Value	-2.5923

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LRER)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:34

Sample(adjusted): 1999:04 2004:03

Included observations: 60 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRER(-1)	-0.152180	0.050849	-2.992749	0.0041
D(LRER(-1))	-0.041499	0.121328	-0.342039	0.7336
D(LRER(-2))	0.086351	0.121128	0.712891	0.4789
C	0.678369	0.227702	2.979194	0.0043
R-squared	0.147262	Mean dependent var		-0.002898
Adjusted R-squared	0.101580	S.D. dependent var		0.026466
S.E. of regression	0.025086	Akaike info criterion		-4.468707
Sum squared resid	0.035240	Schwarz criterion		-4.329084
Log likelihood	138.0612	F-statistic		3.223608
Durbin-Watson stat	2.043031	Prob(F-statistic)		0.029304

First difference:

ADF Test Statistic	-5.355186	1% Critical Value*	-3.5437
		5% Critical Value	-2.9109
		10% Critical Value	-2.5928

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LRER,2)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:34

Sample(adjusted): 1999:05 2004:03

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LRER(-1))	-1.251046	0.233614	-5.355186	0.0000
D(LRER(-1),2)	0.173106	0.187770	0.921909	0.3606
D(LRER(-2),2)	0.200053	0.127820	1.565122	0.1233
C	-0.003231	0.003505	-0.922048	0.3605
R-squared	0.565382	Mean dependent var		-1.99E-05
Adjusted R-squared	0.541676	S.D. dependent var		0.039396
S.E. of regression	0.026671	Akaike info criterion		-4.345086
Sum squared resid	0.039124	Schwarz criterion		-4.204236
Log likelihood	132.1800	F-statistic		23.84933
Durbin-Watson stat	1.996432	Prob(F-statistic)		0.000000

=> există o rădăcină unitară

Level:

PP Test Statistic	-2.012874	1% Critical Value*	-3.5380
		5% Critical Value	-2.9084
		10% Critical Value	-2.5915

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3	(Newey-West suggests: 3)
Residual variance with no correction	0.000665
Residual variance with correction	0.000587

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(LRER)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:36

Sample(adjusted): 1999:02 2004:03

Included observations: 62 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRER(-1)	-0.101906	0.049289	-2.067507	0.0430
C	0.454828	0.220870	2.059251	0.0438
R-squared	0.066505	Mean dependent var		-0.001772
Adjusted R-squared	0.050947	S.D. dependent var		0.026915
S.E. of regression	0.026220	Akaike info criterion		-4.412830
Sum squared resid	0.041251	Schwarz criterion		-4.344213
Log likelihood	138.7977	F-statistic		4.274586
Durbin-Watson stat	2.064791	Prob(F-statistic)		0.043007

First difference:

PP Test Statistic	-8.316247	1% Critical Value*	-3.5398
		5% Critical Value	-2.9092
		10% Critical Value	-2.5919

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3	(Newey-West suggests: 3)
Residual variance with no correction	0.000715
Residual variance with correction	0.000646

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(LRER,2)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:37

Sample(adjusted): 1999:03 2004:03

Included observations: 61 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LRER(-1))	-1.072122	0.129491	-8.279514	0.0000
C	-0.002182	0.003488	-0.625631	0.5340
R-squared	0.537438	Mean dependent var		-0.000443
Adjusted R-squared	0.529598	S.D. dependent var		0.039651
S.E. of regression	0.027195	Akaike info criterion		-4.339343
Sum squared resid	0.043634	Schwarz criterion		-4.270134
Log likelihood	134.3500	F-statistic		68.55035
Durbin-Watson stat	1.974427	Prob(F-statistic)		0.000000

=> există o rădăcină unitară

Teste de rădăcină unitară – LREER

Level:

ADF Test Statistic	-2.941975	1% Critical Value*	-3.5457
		5% Critical Value	-2.9118
		10% Critical Value	-2.5932

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LREER)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:40

Sample(adjusted): 1999:06 2004:03

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LREER(-1)	-0.112151	0.038121	-2.941975	0.0048
D(LREER(-1))	0.157519	0.130654	1.205622	0.2331
C	0.499379	0.170414	2.930397	0.0049
R-squared	0.163074	Mean dependent var	-0.002249	
Adjusted R-squared	0.132640	S.D. dependent var	0.016887	
S.E. of regression	0.015727	Akaike info criterion	-5.416538	
Sum squared resid	0.013604	Schwarz criterion	-5.309963	
Log likelihood	160.0796	F-statistic	5.358346	
Durbin-Watson stat	1.934138	Prob(F-statistic)	0.007480	

First difference:

ADF Test Statistic	-4.255742	1% Critical Value*	-3.5478
		5% Critical Value	-2.9127
		10% Critical Value	-2.5937

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LREER,2)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:41

Sample(adjusted): 1999:07 2004:03

Included observations: 57 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LREER(-1))	-0.772857	0.181603	-4.255742	0.0001
D(LREER(-1),2)	-0.059857	0.143493	-0.417143	0.6782
C	-0.001640	0.002266	-0.723526	0.4725
R-squared	0.387230	Mean dependent var	-0.000479	
Adjusted R-squared	0.364535	S.D. dependent var	0.021275	
S.E. of regression	0.016959	Akaike info criterion	-5.264815	
Sum squared resid	0.015531	Schwarz criterion	-5.157286	
Log likelihood	153.0472	F-statistic	17.06224	
Durbin-Watson stat	1.873369	Prob(F-statistic)	0.000002	

=> există o rădăcină unitară

Level:

PP Test Statistic	-2.949553	1% Critical Value*	-3.5437
		5% Critical Value	-2.9109
		10% Critical Value	-2.5928

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3	(Newey-West suggests: 3)
Residual variance with no correction	0.000238
Residual variance with correction	0.000284

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(LREER)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:42

Sample(adjusted): 1999:05 2004:03

Included observations: 59 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LREER(-1)	-0.106834	0.035331	-3.023840	0.0037
C	0.475508	0.158056	3.008488	0.0039
R-squared	0.138239	Mean dependent var		-0.002386
Adjusted R-squared	0.123120	S.D. dependent var		0.016774
S.E. of regression	0.015707	Akaike info criterion		-5.436053
Sum squared resid	0.014063	Schwarz criterion		-5.365628
Log likelihood	162.3636	F-statistic		9.143609
Durbin-Watson stat	1.638659	Prob(F-statistic)		0.003737

First difference:

PP Test Statistic	-5.846188	1% Critical Value*	-3.5457
		5% Critical Value	-2.9118
		10% Critical Value	-2.5932

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3	(Newey-West suggests: 3)
Residual variance with no correction	0.000271
Residual variance with correction	0.000270

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(LREER,2)

Method: Least Squares

Date: 09/29/04 Time: 13:43

Sample(adjusted): 1999:06 2004:03

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LREER(-1))	-0.812963	0.138887	-5.853421	0.0000
C	-0.001936	0.002214	-0.874405	0.3856
R-squared	0.379588	Mean dependent var		-0.000576
Adjusted R-squared	0.368509	S.D. dependent var		0.021100
S.E. of regression	0.016768	Akaike info criterion		-5.304872
Sum squared resid	0.015744	Schwarz criterion		-5.233823
Log likelihood	155.8413	F-statistic		34.26253
Durbin-Watson stat	1.908135	Prob(F-statistic)		0.000000

=> există o rădăcină unitară

Test de cointegrare:

Date: 09/29/04 Time: 13:29
 Sample(adjusted): 1999:07 2004:03
 Included observations: 57 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LRER LREER
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None **	0.243412	23.66712	15.41	20.04
At most 1 **	0.127399	7.767765	3.76	6.65

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None *	0.243412	15.89935	14.07	18.63
At most 1 **	0.127399	7.767765	3.76	6.65

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating equation(s) at the 5% level
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 1% level

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LRER	LREER
-82.85852	81.23144
-6.024204	25.68908

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LRER)	D(LREER)
0.010994	-0.004254
0.001649	-0.005673

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 305.9022

Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)

LRER	LREER
1.000000	-0.980363 (0.05879)

Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)

D(LRER)	D(LREER)
-0.910960 (0.26401)	-0.136617 (0.18745)

Test de cauzalitate Granger

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/29/04 Time: 13:46

Sample: 1999:01 2004:03

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LREER does not Granger Cause LRER	57	3.49827	0.02209
LRER does not Granger Cause LREER		0.63455	0.59624

=> LREER cauzează (în sens Granger) LRER