



**Secția de Științe Economice,
Juridice și Sociologie**

**Comitetul Național Român
“Grupul de Reflecție ESEN”**

**TRANZITIA DE LA LEU LA EURO
PE FUNDALUL CRIZEI FINANCIARE
MONDIALE**

Prezentare susținută cu ocazia sesiunii științifice din 2 octombrie 2008

Dr. Aurelian Dochia

Cuprins:

INTRODUCERE , p. 3

PREGATIREA PENTRU EURO, p. 5

Costuri si beneficii, p. 5

Evaluarea condițiilor inițiale, p. 7

Strategia de trecere la euro, p. 9

VIITORUL IN ZONA EURO, p. 15

Bilanț preliminar, p. 15

Euro ca monedă internațională, p.17

CONCLUZII SI RECOMANDARI, P 20

Tabel: Indicatori cheie ai poziției internaționale relative a UE, SUA, Japonia și China, 2007, p. 18

INTRODUCERE

De la 1 ianuarie 2007 România a devenit membru al Uniunii Economice și Monetare Europene cu derogare de la adoptarea euro drept monedă. Derogarea acordată României și celorlalți noi membri care au aderat după 2004 înseamnă că aceste țări se angajează **irevocabil** să înlocuiască moneda lor națională cu euro, dar pot să aleagă momentul la care vor solicita aprobarea pentru integrarea zonei euro. Acest sistem derogatoriu introduce un mecanism flexibil prin care fiecare țară se pregătește pentru euro în funcție de situația sa concretă, cu respectarea concomitentă a unor standarde minime comune. Instituțiile europene, respectiv Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană, sunt chemate să evalueze și să raporteze Consiliului Uniunii Europene progresele făcute de fiecare țară în parte, urmărind în mod deosebit modul în care se realizează convergența economică și financiară în baza unui set de criterii precise stabilite prin Tratatul de la Maastricht, documentul fondator al Uniunii Economice și Monetare semnat în 1992.

Întregul proces de adoptare a euro, care presupune îndeplinirea unor criterii formale stricte, a fost proiectat în scopul de a reduce riscul de a slăbi sau chiar destabiliza sistemul monetar european prin integrarea unor economii cu grave dezechilibre, protejând în același timp economiile țărilor care aderă la euro de eventuale șocuri rezultate din confruntarea directă cu zona euro. Dacă riscul ca noii membri din est ai UEM să tulbure sistemul monetar european este scăzut având în vedere în primul rând dimensiunile reduse ale economiilor lor (cumulat acestea reprezintă mai puțin de 7% din PIB-ul UE 27), potențialul de destabilizare a economiilor noilor membri rămâne ridicat. Renunțarea la moneda proprie și la instrumentele de politică asociate acesteia transferă sarcina ajustării economiei naționale la șocurile asimetrice venite dinspre zona Uniunii Economice și monetare către alte canale – în principal către politica fiscală și către salarii și prețuri. Cele mai expuse sunt economiile care prin structură și nivel de dezvoltare sunt mai departe de media europeană, ele fiind adesea „defazate” în raport cu tendințele dominante din UE, de unde riscul șocurilor asimetrice. Tocmai de aceea în procesul de pregătire pentru adoptarea monedei euro se insistă asupra „convergenței” sau apropierii economiilor mai puțin dezvoltate de nivelul și structura europeană și asta explică precauțiile cu care avansează spre euro majoritatea țărilor nou intrate în UE, al căror PIB pe locuitor se situează în multe cazuri la mai puțin din jumătatea mediei europene.

Procesul de pregătire și adoptarea efectivă a monedei euro reprezintă pentru România cea mai importantă provocare a primului deceniu de după aderare. El pune la încercare capacitatea politică și administrativă de a concepe și pune în aplicare un program coerent de măsuri care să asigure convergența nominală și reală și pune presiune asupra sistemului economic, care preia în ultimă instanță sarcina ajustării. Este surprinzător să constatăm că în pofida importanței sale covârșitoare tema adoptării euro este aproape absentă din dezbaterile publice și, ceea ce este mai important, din preocupările clasei politice. Este o mare diferență față de perioada anterioară lui 2007, când progresele pe calea aderării la UE deveniseră o cauză națională, urmărită și dezbătută public, cu mare miză politică și larg sprijin popular. Prin contrast, apatia cu care este tratată adoptarea euro nu este de bun augur, ea făcând dovada unei insuficiente înțelegeri a provocărilor pe care le ridică acest proces, care

poate să determine insuficient sprijin politic și lipsă de mobilizare instituțională. Se acumulează astfel, fără să ne dăm seama, un risc serios ca obiectivul adoptării euro și calendarul asociat să fie sacrificate în eventualitatea apariției unor dificultăți: derapaje în economie care impun măsuri nepopulare de restabilire a echilibrelor, rivalități și dispute politice sau instituționale sau tensiuni în relația cu UE. Spre exemplu, se conturează deja divergențe între perspectiva Băncii Naționale a României și cea a guvernului, reprezentat îndeosebi de Ministerul Economiei și Finanțelor. În vreme ce Banca Națională, care prin statut este responsabilă de menținerea echilibrelor macroeconomice, insistă cu fiecare ocazie asupra importanței disciplinei financiare drept cale de îndeplinire a criteriilor de convergență nominală (criteriile Maastricht), MEF pare gata să asume unele derapaje în atingerea criteriilor nominale punând pe primul plan creșterea economică înaltă care, se argumentează, asigură convergența reală (reducerea decalajelor față de UE). Această diferență de poziții explică probabil de ce BNR începe să facă figură solitară, părînd a fi singura instituție preocupată de pregătirea pentru adoptarea euro în vreme ce alți actori consideră procesul fie prea tehnic și în afara competenței lor, fie oarecum formal, ca pe o obligație a unor funcționari de a bifa o listă de criterii. Este însă evident că impactul măsurilor de pregătire pentru adoptarea monedei europene este foarte larg și BNR nu poate obține rezultate fără sprijin politic consistent și coordonare sistematică pe termen lung cu guvernul.

Deocamdată avem doar o idee foarte generală asupra traiectoriei pe care România își propune să o urmeze pentru adoptarea euro. Singurul document oficial care oferă unele repere este Programul de Convergență pentru perioada 2006-2009 trimis de Guvernul României Comisiei Europene în ianuarie 2007, cu o actualizare în decembrie 2007. Acest document s-a dorit însă a fi destul de neangajant întrucât făcea referire la un eveniment preconizat a avea loc mult după 2009 și ca atare este foarte general. Banca Națională a mers un pas mai departe și a încercat să coreleze proiecțiile sale privitoare la inflație cu un calendar al trecerii la euro¹, care a fost apoi preluat în diverse declarații ale oficialilor guvernamentali. Atât Programul de Convergență cât și proiecțiile BNR merg pe ideea unei progresii graduale către îndeplinirea criteriilor de la Maastricht, urmînd ca în 2012 România să adere la mecanismul cursului de schimb ERM2 pentru perioada minimă impusă de doi ani, astfel ca în 2014 să fie posibilă trecerea efectivă la euro.

Criza care afectează în momentul de față sistemul financiar internațional introduce un factor suplimentar de incertitudine și poate, în cazul în care se prelungește, complica mult sarcina adoptării euro de către România. Pe de o parte, gestionarea procesului de convergență reală și nominală devine mult mai dificilă; pe de altă parte, criza actuală se poate dovedi cel mai serios test la care este supus sistemul financiar european și moneda sa, euro.

Dincolo de aceste repere generale se ridică numeroase semne de întrebare în legătură cu procesul de pregătire a adoptării euro, cu calendarul de realizare și cu impactul trecerii la euro asupra economiei românești. Este un vast teren de cercetare; în cele ce urmează nu îmi propun decât să trec în revistă și să fac unele comentarii pe temele majore ale unei astfel de cercetări așa cum le văd eu în acest moment. Analiza se structurează în mod natural pe două perioade: perioada anterioară adoptării efective a euro și perioada ulterioară. Pentru prima perioadă cercetarea se concentrează inevitabil pe îndeplinirea criteriilor de convergență. Cea de a doua perioadă nu a făcut

deloc obiectul unei reflexii sistematice deși, după părerea mea, este mult mai vastă și importantă decât chestiunea pregătirii pentru euro.

PREGATIREA PENTRU EURO

Costuri și beneficii

Adoptarea monedei europene euro a venit pentru România „la pachet” cu aderarea la Uniunea Europeană. Ea nu a fost niciodată o opțiune care să fie discutată sau negociată separat iar costurile și beneficiile sale nu au fost examinate în mod independent. Acum, când adoptarea euro a fost irevocabil asumată, poate să pară superfluă deschiderea discuției asupra costurilor și beneficiilor trecerii la euro. Există însă două argumente semnificative care recomandă începerea cercetării tocmai din acest punct. În primul rând, cunoașterea clară a beneficiilor și costurilor adoptării euro este singura bază solidă pentru a feri procesul de derapajele ce pot să apară în cazul unei crize. Este necesar ca un număr cât mai mare de persoane - autorități, oameni politici, lideri sindicali, lideri de opinie etc. – să cunoască și să înțeleagă avantajele pe care le așteptăm dar și riscurile cu care ne putem confrunta, în așa fel încât să poată lua poziție în cunoștință de cauză atunci când apar îndoieli și eventual opoziție față de euro. În al doilea rând, înțelegerea structurii și a modului în care se manifestă beneficiile și costurile adoptării euro ne pot ajuta să alegem cea mai bună cale și cel mai potrivit moment pentru trecerea la moneda europeană, acestea fiind domenii în care avem libertate de alegere. Spre exemplu, dacă balanța între beneficii și costuri apare ca fiind relativ echilibrată inițial dar există perspectiva creșterii câștigurilor în timp atunci o amânare a momentului adoptării euro se poate dovedi o opțiune atractivă. Din contră, dacă beneficiile sunt importante iar costurile nu au perspective de diminuare în timp este preferabilă o trecere cât mai rapidă la euro.

Aderarea la o uniune monetară aduce beneficii sub forma intensificării schimburilor comerciale externe, care la rândul lor determină o creștere economică mai rapidă. Nu sunt de neglijat nici efectele pozitive care apar ca urmare a disciplinei financiare sporite, a accesului la capital mult îmbunătățit și a stabilității pe care o oferă piața de capital ce se formează la nivelul uniunii. Rezultatele studiilor ce au încercat să estimeze mărimea câștigului rezultat din intensificarea schimburilor comerciale cu membrii uniunii monetare² sunt adesea surprinzătoare prin mărimea impactului rezultat. Un studiu publicat în 2002³ ajunge la concluzia că apartenența la o uniune monetară duce la creșterea comerțului cu țările membre ale uniunii cu 85% într-o perioadă de 20 de ani. Considerând că o creștere cu 1% a schimburilor externe se reflectă într-o mărire a veniturilor cu 0,33%, rezultă că adoptarea euro ar putea rezulta în sporuri ale PIB de 18-20% pe o perioadă de 20 de ani; o țară mai mare precum Polonia ar beneficia de un spor de creștere de 8% în același interval⁴. Modele mai recente care au în vedere integrarea în zona euro sugerează o creștere cu 6-15% a schimburilor comerciale cu membrii uniunii numai în primii cinci ani. Chiar luând în considerare estimările mai prudente se poate afirma că țările europene centrale se pot aștepta la un spor de creștere economică de 2% anual (1% pentru Polonia) pe o perioadă de 20 de ani ca urmare a adoptării euro.

Nu este bine înțeles mecanismul prin care aderarea la o uniune monetară stimulează schimburile cu membrii uniunii. Eliminarea riscului valutar joacă un rol deși studii dedicate analizei impactului volatilității cursului de schimb asupra comerțului exterior nu susțin fără ambiguitate această explicație. Toate analizele au ținut seama de

impactul pe care îl are eliminarea barierelor vamale prin acorduri de liber schimb (care însoțesc sau premerg aderarea la o uniune monetară) asupra comerțului, eliminând astfel și această posibilă explicație. Se presupune că efectul benefic asupra schimburilor între membrii unei uniuni monetare vine din costuri mai scăzute de tranzacție și o mai mare transparență a prețurilor care contribuie la intensificarea concurenței.

Pe lângă intensificarea schimburilor, aderarea la o uniune monetară are și alte efecte benefice mai puțin documentate, care țin de reducerea primelor de risc și scăderea în consecință a costului finanțării, precum și de adoptarea unui cadru de reglementare ce promovează o disciplină financiară mai riguroasă. Un studiu al Băncii Centrale a Ungariei ce ia în considerare aceste efecte extinse ajunge la concluzia că ele ar putea contribui cu 0,6 – 0,9 puncte procentuale la sporul de creștere economică pe care o va realiza economia maghiară în cei 20 de ani de după adoptarea euro. Un studiu separat realizat de Banca Centrală a Poloniei estimează aceiași contribuție la 0,3 – 0,5 la sută pe an.

Aceste câștiguri trebuie să fie comparate cu costurile ce derivă din renunțarea la politica monetară proprie ca instrument de stabilizare, costuri legate în general de efectul șocurilor asimetrice. Există diverse modalități prin care se aproximează gradul de vulnerabilitate al unei economii la șocuri asimetrice: estimarea corelației ciclurilor de business, proporția schimburilor din aceleași ramuri industriale în total schimburi sau compararea structurii producției pe sectoare. Acestea sunt folosite drept criterii în cadrul teoretic al „zonei monetare optime” pentru a determina în ce măsură politica monetară la nivelul zonei euro poate intra în conflict cu nevoile specifice ale unuia din membrii uniunii. Alte criterii urmăresc să determine „marja de manevră”, măsura în care o țară poate face față șocurilor folosind alte instrumente decât politica monetară – este vorba în primul rând de ajustarea prin prețuri și salarii, dar și prin politici fiscale contraciclice. Unii autori (Frankel și Rose, 1996) aduc dovezi ce sugerează că adoptarea euro determină ea însăși schimbări structurale importante ale economiei, care ar reduce probabilitatea unor șocuri asimetrice; alți autori (Krugman și Venables, 1996) cred însă ca prin adoptarea euro tendința de adâncire a specializării ce se face simțită (pentru a beneficia de economiile de scară la nivelul zonei) mărește probabilitatea manifestării unor șocuri asimetrice. Dincolo de aceste incertitudini, datele istorice sugerează că țările central europene nu sunt mai expuse riscurilor unor șocuri asimetrice decât unele din țările care fac parte actualmente din zona euro⁵.

O abordare alternativă a costurilor aderării la euro se bazează pe estimarea rolului jucat de cursul de schimb ca absorbant de șocuri. Cu alte cuvinte, se pune problema dacă impactul șocurilor asimetrice asupra creșterii producției sunt mai degrabă absorbite de variațiile cursului de schimb (șocuri în cererea reală) sau de fluctuații în rezerve (șocuri monetare și financiare). Cercetări empirice pe date din trecut sugerează că pentru țările europene centrale care urmează să adere la euro cea mai mare parte din șocuri a fost de natură financiară, astfel încât pierderea cursului de schimb ca instrument de ajustare nu pare să fie prea costisitoare.

Costurile se manifestă de altfel chiar înainte de adoptarea euro, în perioada când politicile monetare sunt modificate în vederea încadrării în criteriile de la Maastricht. Comparând politica monetară optimă fără constrângeri și cu constrângeri impuse de atingerea criteriilor Maastricht în cadrul unui model economic bisectorial, o lucrare recentă⁶ conchide că atât inflația cât și rata dobânzii sunt probabil împinse sub nivelul

optim prin aplicarea de politici monetare care țin seama de criteriile de la Maastricht, ceea ce determină o reducere de venituri – potențial compensată de alte beneficii precum câștigurile de credibilitate asociate cu Maastricht.

O abordare integrată a balanței costuri-beneficii ale adoptării euro folosește Modelul Economic Global construit de Fondul Monetar Internațional, calibrat pentru economia Cehiei. Rezultatul obținut sugerează că o țară precum Cehia va fi confruntată după integrarea zonei euro cu o volatilitate macroeconomică mai mare decât cea cu care s-ar confrunța în afara zonei euro. Acest rezultat presupune însă ca politica monetară în afara euro să fie tehnic eficientă, adică să reușească să țină economia pe traiectoria cea mai apropiată de creșterea potențială reducând simultan la maximum volatilitatea inflației. Este desigur greu de crezut că politica monetară se poate menține permanent în zona eficienței tehnice; chiar și presupunând acest lucru, diferența de volatilitate care rezultă este mică. În ultimă instanță însă nici Modelul Economic Global nu poate stabili fără echivoc dacă beneficiile sub forma unui ritm de creștere mai înalt justifică costurile apărute sub forma unei volatilități/instabilități mai mari, decizia în această privință fiind o chestiune de judecată individuală.

Este de remarcat faptul că o serie de Noi State Membre au adoptat de multă vreme un Consiliu Monetar, renunțând *de facto* la politica monetară independentă. Balanța costuri-beneficii pentru o țară cu Consiliu Monetar este total diferită de cea a țărilor cu politici monetare proprii.

Punând la o parte diversele rezultate se poate conchide că adoptarea euro este un puternic stimulent pentru accelerarea convergenței reale; acest efect benefic este însă însoțit de un risc de creștere a instabilității/volatilității macroeconomice, care poate fi eventual controlat prin adoptarea de politici structurale și fiscale care promovează stabilitatea. Deși nu avem motive să ne îndoim că această concluzie generală este aplicabilă și României, ar fi foarte utilă o testare a concluziilor diverselor modele aplicate țărilor central europene cu datele economiei românești.

Evaluarea condițiilor inițiale

În pofida progreselor făcute în domeniul asimilării *acquis-ului* comunitar și în modernizarea structurilor economice și instituționale, România și țările central și est europene păstrează unele caracteristici care le vor influența atât strategiile de trecere la euro cât și politicile urmate în primii ani după adoptarea monedei unice europene. Evaluarea corectă a condițiilor inițiale devine astfel extrem de importantă. Între cele mai importante caracteristici pot fi enumerate:

- un nivel scăzut al veniturilor (PIB pe locuitor), care în cazul României este chiar sub 40% din media europeană (la paritatea puterii de cumpărare);
- productivitate scăzută determinată de un nivel de dotare cu capital mult inferior țărilor din nucleul european (raportul capital/muncă a fost estimat pentru țările central europene ca fiind sub 17% din nivelul Germaniei; în cazul României diferența este mai mare);
- un nivel redus al intermedierei financiare: în România acesta se situează la 35% din PIB și reprezintă cel mai scăzut nivel din UE;
- presiune bugetară ridicată ce riscă să determine deficite ale bugetului public.

Aceste condiții inițiale determină apariția unor forțe de ajustare greu de controlat, care adesea complică mult perioada de pregătire pentru euro. Astfel de exemplu, nivelul

scăzut al dotării cu capital face ca investiția în capital să aibă un randament ridicat în România (ca și în ceilalți noi membri), ceea ce stimulează intrările de capital străin și conduce la un excedent al contului de capital. Excedentul contului de capital este inevitabil însoțit de un deficit al contului curent și induce presiuni de apreciere a monedei naționale; deficitul contului curent poate fi însă privit de piețe ca semnal de vulnerabilitate și posibilă supraevaluare a monedei naționale, ceea ce crează un risc de volatilitate și de presiuni speculative pe moneda națională. În același timp, creșterile de productivitate determinate de investițiile străine se reflectă în creșteri de salarii care nu se limitează la întreprinderile și sectoarele mai productive ci se extind la întreaga economie, generând presiuni inflaționiste. Deschiderea pieței muncii la nivel european complică suplimentar ecuația prin faptul că facilitează fluxuri migratorii și încurajează comparațiile salariale la nivel european, determinând presiuni suplimentare de creșteri salariale chiar dincolo de ceea ce este justificat prin productivitate. Pe de altă parte, gradul redus de intermediere financiară, sub nivelul de echilibru, crează oportunități pentru creșterea rapidă a creditelor, cu atât mai mult cu cât majoritatea băncilor locale sunt deținute de bănci străine care au resursele și capacitatea instituțională de a răspunde cererii în creștere. Deschiderea completă a contului de capital ușurează fluxurile transfrontaliere și face ca ratele dobânzilor să aibă o tendință de scădere, stimulând suplimentar cererea de creditare. Asociată cu creșterea veniturilor amintită mai înainte, explozia creditării stimulează puternic cererea de bunuri și servicii contribuind pe de o parte la menținerea inflației la niveluri ridicate și la crearea unor „bule” în prețul unor active (îndeosebi imobiliare), suplimentând pe de altă parte deficitul comercial.

Situația echilibrului bugetar merită o discuție specială. Dacă ne luăm după nivelul deficitului bugetar ca procent în PIB, România stă mai bine decât alți noi membri UE, încadrându-se de mulți ani în nivelul de 3% impus prin Pactul de Stabilitate și Creștere. Totuși, după 2004 nivelul deficitului a crescut, în condițiile în care schimbarea sistemului de impozitare prin introducerea cotei unice începând cu 2005 a dat un impuls veniturilor firmelor și familiilor care venea într-un moment în care economia înregistra deja ritmuri de creștere înalte. S-a atras atenția atunci că politica fiscală pro-ciclică pune în pericol sarcina Băncii Naționale de reducere a inflației și de menținere a deficitului extern dincoace de limita de pericol. În practică însă politica fiscală nu a fost atât de laxă cum sugerează cota unică de 16%, ponderea în PIB a veniturilor bugetare înregistrând de fapt o creștere – obținută prin mărirea bazei de impozitare și introducerea de noi impozite și taxe. Pericolul real al politicii bugetare vine din faptul că o bună parte din creșterile cheltuielilor publice s-au îndreptat către salarii și transferuri sociale, adică spre consum. Creșterea salarială din sectorul bugetar și mărirea pensiilor cu aproape 50% angajează bugetul public în mod irevocabil, fără a fi foarte clar dacă pe termen lung aceste angajamente nu vor determina o creștere a deficitului până la limita pericolului – mai ales în cazul în care ritmul de creștere a economiei naționale se reduce brusc.

Există deci vulnerabilități și incertitudini inerente perioadei de pregătire pentru adoptarea euro, care vor persista un timp și după ce euro devine moneda curentă în România. Pentru a face cât mai bine față acestora este necesară elaborarea și aplicarea consecventă a unei strategii de trecere la euro care să creeze condiții pentru succesul procesului.

Strategia de trecere la euro

Următorul Program de Convergență ce va fi prezentat de guvernul României Comisiei Europene va trebui să fie mult mai specific în ceea ce privește obiectivele și calendarul de adoptare a euro. Cum Programul de Convergență este un document public, el are un caracter angajant nu doar în raport cu Comisia Europeană ci și pe plan intern, la nivel politic și social. Este deosebit de important în acest context să se elaboreze o **strategie de trecere la euro** care să fie negociată politic și cu principalii parteneri sociali, pentru a beneficia de sprijin dincolo de ciclul electoral, de interese de grup sau instituționale.

În mare, strategia trebuie să identifice condițiile care urmează a fi îndeplinite pentru ca economia românească să beneficieze la maximum de adoptarea euro, succesiunea de măsuri care trebuie luate pentru a asigura aceste condiții și calendarul de implementare a acestora. În particular vor fi examinate măsurile ce asigură îndeplinirea criteriilor de convergență nominală (criteriile de la Maastricht) și vor fi stabilite politicile economice adecvate în perioada de trecere prin ERM2. Necesită o analiză amănunțită experiența altor țări care au trecut prin procesul de adoptare a euro sau care se pregătesc să o facă, experiență ce poate ajuta la evitarea unor greșeli și la identificarea de soluții potrivite – fără a pierde totuși din vedere situația unică în care se găsește fiecare țară în parte. În cele ce urmează voi trece în revistă doar câteva din principalele teme care s-ar putea regăsi într-o astfel de strategie.

Pregătirea pentru trecerea la euro înseamnă în multe privințe pregătirea pentru gestionarea echilibrelor macroeconomice în lipsa unui instrument esențial, politica monetară. Cinci direcții trebuie să fie urmărite cu prioritate:

- **Politica fiscală** va fi cea care va prelua în mare măsură rolul de principal instrument de ajustare, țintirea inflației fiind înlocuită cu țintirea deficitului public. Pentru a pregăti acest transfer de responsabilități este necesar ca în construcția bugetului public să fie eliminate sau reduse pe cât posibil orice rigidități, orice tipuri de cheltuieli ce cresc automat, pe bază de formule, orice angajamente ce crează obligații neajustabile pe termen lung. Este de asemenea important ca deficitul public să fie menținut la un nivel mult mai scăzut decât cel impus prin Pactul de Stabilitate și Creștere de 3% din PIB. Mulți cercetători consideră că un nivel al deficitului în jur de 1% din PIB ar oferi o marjă de manevră suficientă pentru a absorbi eventuale șocuri; alții merg mai departe și vorbesc de necesitatea menținerii unui surplus primar care să permită preluarea unor eventuale creșteri ale costului datoriei externe. Deocamdată, guvernul român a preferat să meargă în direcție contrară, sporind deficitul public de la 1% către limita de 3% din PIB. Comisia Europeană estimează că deficitul ar putea atinge 2,9% din PIB la sfârșitul lui 2008 și, în cazul în care actualele politici economice sunt menținute, ar putea ajunge la 3,7% din PIB în 2009 și la 4,1% în 2010. Chiar dacă aceste estimări s-ar putea dovedi exagerat de pesimiste (creșterea economică peste așteptări din 2008 va contribui la reducerea deficitului ca procent în PIB), nu poate fi negat faptul că tendințele de creștere a angajamentelor finanțate de la bugetul public complică mult pregătirile pentru trecerea la euro. Este de remarcat în acest context și faptul că datoria publică se află actualmente mult sub nivelul celor mai exigente recomandări – 15-16% din PIB, față de 30-40% recomandat (60% conform Pactului de Stabilitate și Creștere). Cu toate acestea, în primele șapte luni ale lui

2008 datoria publică a crescut cu 18% și continuarea politicii de deficite curente ridicate va mări dependența de finanțare prin datoria publică într-un moment când piețele financiare trec prin cea mai importantă criză din perioada postbelică iar costurile finanțărilor cresc rapid. Eșalonarea în timp a obligațiilor pentru a evita apariția unor vârfuri de plată în perioadele critice cum ar fi perioada de participare la ERM2 este un alt element ce trebuie urmărit cu atenție.

- **Flexibilitatea prețurilor și a salariilor** este al doilea instrument de ajustare care va prelua o parte din rolul politicii monetare. Deși în România există deja o flexibilitate destul de mare a prețurilor, va fi probabil necesar să fie îmbunătățită flexibilitatea în domeniul prețurilor administrate. În ceea ce privește salariile, în momentul de față atât salariul minim stabilit de guvern cât și sistemul de negociere a contractului colectiv nu impun constrângeri pentru o piață a forței de muncă caracterizată mai degrabă de deficite. În condițiile în care deficitul s-ar transforma însă în excedent (creșterea șomajului), actualele aranjamente referitoare la salariul minim s-ar putea dovedi prea rigide.
- **Continuarea apropierei structurale de UE;** în multe privințe, evoluția structurilor economiei către modelul prevalent în vechile state membre este un proces de durată care nu poate fi prea mult influențat de politici guvernamentale. Există însă câteva direcții în care autoritățile pot și trebuie să acționeze în direcția sincronizării cu spațiul UE: în domeniul cadrului juridic și a instituțiilor legale, în domeniul sistemelor administrative și de reglementare și în domeniul infrastructurii.
- **Supravegherea și gestionarea de ansamblu a piețelor financiare** trebuie să fie întărită. Deși activitatea pe aceste piețe este derulată de operatori independenți, în majoritate privați, în condiții de concurență tot mai intensă, autoritățile de supraveghere și reglementare dețin în continuare o capacitate importantă de a influența aceste piețe dincolo de instrumentele politicii monetare. Această capacitate de intervenție trebuie să fie întărită și folosită la nevoie în scopul atingerii obiectivelor macroeconomice. Astfel de exemplu, autoritățile pot interveni prin măsuri administrative pentru a tempera tendințele de supraîncălzire a economiei datorată creșterii, inevitabile de altfel, a creditului⁷. Băncile care operează pe piața românească sunt în majoritate componente ale unor mari grupuri financiare europene, lucru ce simplifică pe de o parte dar complică pe de altă parte sarcina autorităților de reglementare. O simplificare deoarece se poate presupune că sistemele de gestiune a riscurilor puse în operă de aceste bănci sunt aliniate la standardele europene, societățile mamă fiind la rândul lor supuse supravegherii autorităților de reglementare din țara de origine. O complică deoarece limitează vizibilitatea pe care autoritățile de reglementare din România o au asupra operațiunilor grupului și pentru că pot contracara cu ușurință anumite măsuri luate pe plan local (cum a fost cazul transferurilor de credite către băncile mamă atunci când au fost impuse limite de creditare). Colaborarea cu autoritățile de supraveghere din țările de origine poate oferi o soluție; de altfel se vorbește deja la nivelul UE de necesitatea instituirii unei soluții de supraveghere integrate pentru companiile multinaționale.
- **Stabilirea unui curs de schimb sustenabil** atât pentru perioada de participare la ERM2 cât și pentru rata de conversie ce va fi convenită cu Banca Centrală Europeană, cu Comisia Europeană și cu alte state membre la momentul trecerii efective la euro este de asemenea un element critic pentru trecerea fără tensiuni

la euro. Un curs prea ridicat afectează competitivitatea și impune ajustări ulterioare dureroase sub forma creșterii șomajului și a reducerii creșterii economice în vreme ce un curs prea scăzut mărește inflația și erodează valoarea activelor financiare. Trebuie reținut că este posibil, cu acordul Comisiei și a BCE, să fie operate ajustări ale parității centrale a cursului de schimb stabilit pentru perioada de participare la ERM2, dar numai în sensul aprecierii (vezi cazul Slovaciei care a apreciat coruna în martie 2007), deprecierea fiind exclusă. În perioada participării la ERM2 politica de țintire a inflației nu mai este o opțiune valabilă pentru cadrul de politică monetară, alternativele fiind fie o politică de țintire a cursului în intervalul de fluctuație admis de $\pm 15\%$, fie stabilirea unei parități fixe care trimite la un aranjament tip consiliu monetar. În oricare dintre cazuri, cursul de schimb devine principala ancoră pentru stabilizare. Datorită faptului că perioada de participare la ERM2 crează condiții pentru atacuri speculative asupra monedei, se recomandă reducerea perioadei de participare la minimul cerut de doi ani.

Pe lângă măsurile generale care asigură cadrul trecerii la euro este necesar să se acorde o atenție sistematică îndeplinirii criteriilor formale de convergență așa cum sunt ele definite în Tratatul asupra Uniunii Europene („Tratatul de la Maastricht”). Articolul 121 din Tratat definește patru criterii care trebuie îndeplinite de un stat în vederea admiterii sale în Uniunea Monetară: Aceste criterii sunt detaliate în Protocolul asupra criteriilor de convergență și operaționalizate de către Banca Centrală Europeană cu ocazia evaluărilor pe care le face periodic în Raportul asupra Convergenței⁸:

- **Evoluția prețurilor:** Tratatul prevede că țările candidate trebuie să realizeze „atingerea unui nivel înalt de stabilitate a prețurilor; acesta va fi evidențiat de o rată a inflației care este apropiată de, cel mult, cea a celor trei State Membre cu cele mai bune performanțe în termeni de stabilitate a prețurilor.” În Protocol se precizează că este avută în vedere rata medie a inflației pe ultimul an, care trebuie să nu depășească cu mai mult de 1,5 puncte procentuale media celor trei țări din UEM care au cea mai bună performanță. Țările membre cu cea mai scăzută inflație în perioada anterioară publicării ultimului raport al BCE (aprilie 2007-martie 2008 au fost Malta, Olanda și Danemarca, care au avut o inflație medie de 1,7%, de unde rezultă că valoarea de referință față de care sunt judecați candidații este o inflație medie de 3,2%.
- **Situația finanțelor publice:** Tratatul prevede „sustenabilitatea poziției fiscale a guvernului; aceasta va fi evidențiată prin atingerea unei poziții bugetare guvernamentale fără un deficit excesiv așa cum este el determinat în articolul 104(6).” Protocolul precizează că aceasta înseamnă că la momentul examinării Statul Membru candidat la UEM nu trebuie să fie subiectul unei decizii a Consiliului prin care se atrage atenția asupra existenței unui deficit excesiv. Procedura deciziei asupra deficitului excesiv este inițiată, conform articolului 104(6), atunci când:
 - raportul între deficitul guvernamental planificat sau realizat depășește valoarea de referință de 3% din PIB (cu unele excepții care țin seamă de situații temporare sau excepționale);
 - raportul dintre datoria guvernamentală și PIB depășește o valoare de referință de 60% (de asemenea cu o toleranță pentru cazurile în care datoria publică este apropiată de acest nivel și în scădere.)

- **Evoluția cursului de schimb:** Tratatul prevede „încadrarea în limitele normale de fluctuație stabilite de mecanismul cursurilor de schimb al Sistemului Monetar European, pentru cel puțin doi ani, fără a devaloriza față de moneda niciunui Stat Membru.” Din ianuarie 1999, mecanismul cursului de schimb ERM a fost înlocuit cu ERM2; ca atare, condiția de stabilitate a cursului de schimb pe o perioadă de minimum doi ani se judecă acum în raport cu euro.
- **Evoluția ratelor dobânzilor pe termen lung:** Tratatul cere ca „soliditatea convergenței realizate de Statul Membru și a participării sale la mecanismul cursului de schimb al Sistemului Monetar European să fie reflectate în ratele dobânzii pe termen lung.” Protocolul stipulează că această prevedere înseamnă că ratele dobânzii pe termen lung (măsurate prin dobânzile obligațiunilor guvernamentale pe termen lung sau a unor instrumente comparabile) trebuie să nu depășească în ultimul an dinaintea examinării cu mai mult de 2 puncte procentuale dobânda medie realiză de cele trei State Membe cu cea mai bună performanță în termeni de stabilitate a prețurilor. Pentru perioada aprilie 2007-martie 2008, valoarea de referință rezultată prin adăugarea a 2 puncte procentuale la dobânda medie din Malta, Olanda și Danemarca este de 6,5%. România a înregistrat o rată medie a dobânzii pe termen lung în perioada respectivă de 7,1%, peste nivelul de referință.

Este oportun să observăm în acest punct că îndeplinirea criteriilor nu este, așa cum este adesea prezentată și înțeleasă, un simplu exercițiu de încadrare în valorile de referință definite cu multă precizie în Tratat și documentele adiacente. Pentru fiecare criteriu este stipulată obligația BCE și a Comisiei de a judeca situația de ansamblu a diversilor indicatori economici atât în evoluția lor istorică cât și în perspectiva de viitor, în ideea de a confirma sustenabilitatea pe termen lung a tendințelor de convergență. Din acest motiv, când un Stat Membru înaintează, conform procedurilor, o cerere de examinare a candidaturii sale la zona euro, decizia favorabilă nu este garantată chiar dacă toate criteriile nominale sunt îndeplinite. Comisia este cea care în ultimă instanță judecă situația de la caz la caz și dezbaterile din acest an legate de cererea de examinare a Slovaciei arată că preocupările pentru sustenabilitatea proceselor de convergență capătă tot mai multă importanță. Este important să ne amintim acest aspect deoarece este foarte posibil ca în viitor, atunci când România va ajunge în pragul trecerii la euro, standardele după care se ghidează BCE și Comisia să fie mult mai ridicate ca urmare a temerilor și sensibilităților exacerbate de criza financiară care pare să nu ocolească Europa.

Procedura de admitere a unui nou membru al zonei euro este destul de complexă și durează 8-10 luni. Ea include pregătirea unui raport asupra convergenței de către BCE și Comisia Europeană, raport care va analiza îndeplinirea criteriilor de la Maastricht. Apoi Comisia va propune Consiliului abrogarea derogării pentru statul membru în discuție și acceptarea acestuia ca membru al zonei euro. Consiliul se consultă cu Parlamentul European asupra propunerii Comisiei și o discută în compoziția șefilor de state sau de guvern. Consiliul decide apoi prin votul unei majorități calificate asupra abrogării derogării. În sfârșit Consiliul va decide, la propunerea Comisiei și cu consultarea BCE, asupra ratei de conversie a monedei; decizia se ia cu unanimitatea voturilor Consiliului compus din membrii zonei euro și statul candidat în cauză.

Pe lângă criteriile menționate privitoare la convergența economică, Comisia și Banca Centrală Europeană sunt ținute să examineze și „convergența legală”, respectiv compatibilitatea dintre reglementările naționale referitoare la Banca Centrală (Banca Națională a României) și reglementările europene, respectiv Articolele 108 și 109 din Tratat și Statutul Sistemului European al Bancilor Centrale și al Băncii Centrale Europene. Dincolo de textul reglementărilor, evaluarea convergenței legale urmărește să stabilească și modul în care se transpune în practică spiritul Tratatului și al Statutului, mai ales prevederile privind independența Băncii Centrale.

Cum se situează astăzi România în raport cu criteriile de convergență menționate? Potrivit ultimului Raport asupra Convergenței (Mai 2008) al Băncii Centrale Europene în perioada de referință (aprilie 2007 - martie 2008) România nu îndeplinește două din cele patru criterii:

- Indicele armonizat al prețurilor de consum de 5,9% este mult peste valoarea de referință de 3,2%.
- România nu face obiectul unei decizii a Consiliului UE cu privire la existența unui deficit excesiv. În anul 2007 deficitul public a fost de 2,5% din PIB, deci sub valoarea de referință de 3%. Datoria publică se situa la un nivel de 13% din PIB, mult sub nivelul maxim admis de 60%.
- Dacă leul ar fi făcut parte din mecanismul cursului de schimb ERM2 în cei doi ani anteriori lui aprilie 2008 și valoarea centrală a cursului ar fi fost stabilită la nivelul de 3,48917 (valoarea din aprilie 2006), variația cursului s-ar fi încadrat în banda de $\pm 15\%$. În perioada menționată variația maximă suferită de moneda națională a fost între +10,8 și -9,6%.
- În perioada de referință aprilie 2007 – martie 2008, rata dobânzii pe termen lung a fost în România de 7,1%, deci peste valoarea de referință de 6,5% aplicabilă pentru criteriul ratei dobânzii.

Raportul asupra Convergenței remarcă faptul că România nu este complet aliniată nici în ceea ce privește convergența legislativă – existând unele prevederi referitoare la statutul Bancii Naționale care trebuie amendate.

Performanța României în privința îndeplinirii criteriilor este comparabilă cu cea a altor membri cu derogare examinați în Raportul asupra Convergenței: Slovacia este singura țară care îndeplinea toate criteriile în aprilie 2008 (este de altfel și singura care adoptă euro de la 1 ianuarie 2009⁹). Există țări precum Bulgaria, Polonia, Letonia și Lituania care îndeplinesc trei din cele patru criterii, în vreme ce Cehia îndeplinește două iar Ungaria nici unul. Este de remarcat faptul că Polonia este singura țară dintre toți membrii cu derogare ce înregistrează o inflație la limita de referință de 3,2% – toate celelalte țări înregistrând valori mai mari.

Având în vedere faptul că nivelul dobânzii pe termen lung este corelat cu nivelul inflației, este evident că succesul României în adoptarea euro depinde esențialmente de un singur factor, reducerea inflației. Din păcate evoluțiile din ultimul an, când trendul dezinflaționist a fost întrerupt, au invalidat calendarul inițial de reducere a inflației și pun sub semnul întrebării calendarul de trecere la euro. Chiar dacă presiunea de creștere a prețurilor la produsele alimentare și la combustibili s-a diminuat ca urmare a unei producții agricole mai bune și a reducerii prețului petrolului, există evoluții pe plan intern care mențin presiunea inflaționistă. Este vorba în primul rând de creșterea veniturilor – salarii și pensii – cu procente care depășesc cu mult creșterile de productivitate și creșterea PIB. Creșterea economică ce se va

situa în jurul a 9% în 2008 este peste potențialul pe termen lung (estimat la 6%) și devine factor inflaționist prin presiunea pe care o pune asupra prețului tuturor resurselor. Deficitul bugetar programat pentru 2008 se situează spre limita de 3% și ar putea fi cu ușurință depășit în cazul în care va trebui să contribuie la finanțarea bugetului asigurărilor sociale; există astfel riscul ca România să primească de la Comisia Europeană decizia pentru deficit excesiv. Deficitul extern mare (14% din PIB în 2007) constituie de asemenea un factor de risc serios pentru inflație, mai ales în condițiile în care turbulențele de pe piețele financiare internaționale fac mai dificilă finanțarea deficitelor. În cazul în care se produce o depreciere în continuare a cursului de schimb, prețurile produselor de import vor crește, suplimentând presiunea inflaționistă. În sfârșit, o scădere bruscă a finanțărilor externe, mai ales sub forma investițiilor străine directe și reducerea semnificativă a ritmului de creștere ar putea avea efecte în lanț provocând așa-numita „aterizare dură” a economiei.

Deși aceste pericole sunt reale și este bine să fim conștienți de ele, cel mai plauzibil scenariu pentru România rămâne deocamdată acela al unei scăderi treptate în intensitate a fenomenelor expansioniste. Ca urmare a creșterilor succesive a dobânzii de politică monetară și a măsurilor de temperare a creditului luate de BNR este de presupus o încetinire a creșterii economice către nivelul sustenabil pe termen lung de 6%. Un asemenea ritm este suficient de mare pentru a susține convergența reală și a păstra interesul investitorilor străini pentru România, asigurând astfel finanțarea deficitului extern. De altfel tendința de reducere a deficitului extern începută în 2008 ar trebui să continue și în anii următori deoarece investițiile anterioare încep să producă și să sporească exporturile. Depășirea momentului alegerilor generale din noiembrie 2008 crează premise pentru o politică bugetară mai puțin expansivă. Există deci o perspectivă foarte favorabilă de reluare a procesului dezinflaționist și de creare a condițiilor pentru încadrarea în indicatorii Maastricht.

Faptul că inflația rămâne o provocare pentru majoritatea țărilor candidate la euro și chiar pentru unele țări care fac parte din zona euro aduce în actualitate comentariile critice făcute de-a lungul timpului de diverși cercetători care s-au îndoit de oportunitatea aplicării unor măsuri comune noilor state membre care în realitate au condiții foarte diferite. „Purgatoriul”¹⁰ impus de criteriul Maastricht cu privire la inflație induce distorsiuni în opțiunile de politică economică, încurajând măsurile pe termen scurt în defavoarea celor pe termen lung. Într-adevăr, pentru a primi aprobarea de intrare în clubul euro o țară trebuie să se înscrie în valoarea de referință **în anul anterior datei la care cererea sa este examinată**. Odată ce a fost primită în zona euro, inflația unei țări nu mai este monitorizată și nu sunt prevăzute sancțiuni pentru rate ale inflației ridicate – răspunderea fiind preluată de Banca Centrală Europeană. În aceste condiții, autoritățile unei țări ce dorește să fie admisă în zona euro au de ales între reducerea inflației prin aplicarea de măsuri structurale de reformă care ar întări mecanismele de piață sau prin măsuri ad-hoc de intervenție în prețurile reglementate, în impozitele indirecte sau încurajând un moratoriu temporar cu privire la creșterea prețurilor și salariilor. În vreme ce prima alternativă oferă rezultate stabile pe termen lung dar poate fi costisitoare politic, cea de a doua este mult mai ușor de realizat în practică. În funcție de cât de grăbite sunt să adopte euro autoritățile sunt tentate să facă compromisuri și nu este surprinzătoare afirmația că la timpul lor „toate țările EU-15 s-au angajat în tot felul de scheme fiscale sau de contabilizare în goana lor după euro.”¹¹ Problema este că opțiunea „reducerea prețurilor acum, reforma mai târziu”

transferă dificultățile către perioada de după adoptarea euro, când există riscul pierderii de competitivitate și al încetirii creșterii.

Evident însă că, bune sau rele, criteriile de la Maastricht constituie pentru România o poartă de trecere necesară către zona euro iar îndeplinirea acestor criterii nu se petrece de la sine: **succesul nu poate fi decât rezultatul unor eforturi susținute și concertate conduse de o voință politică ce și-a asumat fără ambiguitate obiectivul integrării în zona euro.** Așa cum au procedat și alte țări, România trebuie să elaboreze, să negocieze (politic și social) și să adopte de urgență o **Strategie de Adoptare a Euro** și să pună la punct un mecanism (Comitet Național Euro?) prin care toate instituțiile implicate pot să comunice eficient unele cu altele, având o delimitare clară a sarcinilor și responsabilităților și o soluție de urmărire și raportare sistematică a rezultatelor. Transformarea adoptării euro într-o cauză națională, cu mare vizibilitate, așa cum a fost aderarea la Uniunea Europeană, ar putea oferi motivația necesară pentru continuarea reformelor și ar mobiliza forțele pentru atingerea unui obiectiv de mare interes pentru viitorul României.

VIITORUL IN ZONA EURO

Bilanț preliminar

Două mari întrebări se pun când privim dincolo de momentul când România devine membru al zonei euro: cum se va comporta economia românească în noul cadru al monedei unice europene și încotro se va îndrepta euro și împreună cu el întregul sistem financiar și monetar european.

Răspunsul la prima întrebare a fost în mare măsură dat în prima parte a analizei noastre. În cazul în care pregătirea pentru trecerea la euro a fost bine făcută și au fost întreprinse reformele necesare în domeniul întăririi piețelor, al flexibilizării prețurilor și salariilor, al alinierii creșterii veniturilor cu evoluția productivității și al întăririi politicilor fiscale și bugetare, iar rata de conversie leu/euro a fost stabilită corect, economia României este bine pregătită pentru confruntarea cu euro și va beneficia de noile oportunități oferite de reducerea costurilor tranzacțiilor, dispariția riscului valutar, reducerea costului finanțării și intensificarea concurenței.

Experiența altor țări indică însă și riscurile pe care apartența la uniunea monetară le implică. Unele țări „s-au adaptat mult mai bine la disciplina euro decât altele. Germania și Olanda au redus costurile cu forța de muncă și au introdus destule reforme pentru a-și face economiile mai competitive. Franța, Spania și mai ales Italia au făcut mai puțin – și suferă mai mult atât din cauza întăririi euro cât și a încetirii globale.”¹² Si această situație nu este lipsită de legătură cu faptul că țări precum Italia și Spania au apelat la măsuri de ajustare ad-hoc în dorința lor de a fi admise în zona euro la sfârșitul anilor '90; deși le-a protejat de crize valutare, euro a intensificat presiunile pentru reforme care să ducă la creșterea productivității.

Pe ansamblu însă, la zece ani de la adoptarea euro puțini sunt cei care nu recunosc succesul noii monede și a experimentului economic, politic și social pe care îl materializează. Așa cum remarcă un raport al Comisiei Europene publicat cu ocazia aniversării celor zece ani de existență a euro,¹³ „moneda unică a devenit un simbol al Europei, considerat de cetățenii zonei euro ca fiind între cele mai pozitive rezultate ale

integrării europene, împreună cu libertatea de mișcare în UE și pacea în Europa.”
Adoptarea euro a permis progrese în domenii multiple:

- Stabilitatea prețurilor s-a ameliorat iar credibilitatea politicii monetare a BCE a favorizat ancorarea anticipărilor inflaționiste pe termen lung în jurul valorii de 2% pe an. Inflația media anuală pe parcursul primilor zece ani de existență a euro a fost de doar 2,1%, în scădere față de o medie de 3% în anii `90 și de 8-10% în anii `70 și `80.
- Drept urmare, dobânzile nominale au scăzut la o medie de 5% - comparativ cu 9% cât erau în anii `90 sau 12% în anii `80; dobânzile reale au atins niveluri atât de scăzute cum puține state au reușit să atingă în mod durabil.
- Politicile fiscale s-au îmbunătățit ca urmare a aplicării pactului de Stabilitate și Creștere: deficitul fiscal a fost în 2007 de doar 0,6% din PIB – față de o medie de 4% cât era în anii `80 și `90.
- Schimburile economice și integrarea piețelor au fost stimulate de eliminarea riscului de schimb și de reducerea costului tranzacțiilor. Comerțul și investițiile între statele zonei euro reprezintă astăzi o treime din PIB (față de 25% și respectiv 20% cu zece ani în urmă). Formarea de capital a atins un nivel de 22% din PIB iar productivitatea orară a muncii se estimează a fi crescut cu 5% de la lansarea euro.
- Euro a constituit un puternic catalizator pentru integrarea piețelor financiare. Piețele monetare interbancare sunt complet integrate la nivelul zonei euro și volumul tranzacțiilor transfrontaliere a crescut permanent. S-a dezvoltat o piață pentru obligațiuni corporative de peste 1 trilion de euro, în vreme ce volumul emisiunilor sectorului public este de 800 miliarde euro. A crescut integrarea piețelor de acțiuni iar deținerile de acțiuni în alte țări ale zonei euro au crescut de la 20 la 40%. Infrastructura serviciilor financiare progresează avansând către un sistem de transferuri și plăți unic.
- Capacitatea de a face față șocurilor externe asociate cu ciclurile economice a fost mult îmbunătățită odată cu adoptarea euro. Episodul prăbușirii bursei americane în 2000 (criza dotcom) a fost mult mai bine suportat de țările din zona euro în comparație cu momente similare din trecut.
- Toate aceste dezvoltări pozitive au culminat cu crearea unui număr record de 16 milioane noi locuri de muncă în zona euro, aducând șomajul la cel mai scăzut nivel din ultimii 15 ani.

În alte domenii totuși adoptarea euro nu a adus rezultate pe măsura așteptărilor:

- Creșterea potențială rămâne mult prea mică la aproximativ 2% pe an iar productivitatea muncii și-a redus ritmul de creștere de la 1,5% pe an în anii `90 la 1% pe an în ultimul deceniu. Ca urmare, venitul pe locuitor din zona euro a stagnat la 70% din nivelul atins de SUA.
- S-au menținut diferențe substanțiale între țările zonei în ceea ce privește inflația și costurile unitare cu forța de muncă. Aceste diferențe reflectă întârzierea cu care se produc ajustările de prețuri și salarii în unele țări, sectoare sau produse și au ca rezultat pierderi de competitivitate și deficite externe ridicate.

Dar slăbiciunile euro provin nu atât din lipsa sa de performanță cât din faptul că nu reușește, inevitabil de altfel, să mulțumească și să convingă pe toată lumea. Este un paradox faptul că imaginea publică a euro nu reflectă corespunzător meritele sale. Este bine documentată de exemplu observația că percepția populației asupra inflației

În țările zonei euro este sistematic superioară inflației efective măsurată de statistică. Deciziile de politică monetară ale Băncii Centrale Europene nu sunt întotdeauna potrivite pentru toate cele 15 țări membre, care se află în faze diferite ale ciclului lor economic și adesea euro sfârșește prin a servi drept țap ispășitor pentru politicieni care încearcă să găsească explicații convenabile pentru eșecurile politicilor economice naționale (sau pentru lipsa acestora). S-a constituit chiar un grup semnificativ de opozanți ai euro, care în Marea Britanie au fost suficient de numeroși și organizați pentru a impune negocierea unui statut special de „opt-out”, dreptul de a rămâne în afara euro, deși membru al Uniunii Europene. Danemarca a folosit precedentul britanic pentru a dobândi același statut în vreme ce Suedia, deși este membru cu derogare ca și România, nu face nici un demers pentru a obține admiterea în zona euro urmare a unui referendum din 2003 când populația a respins această idee. Deși între noii membri ai UE admiși după 2004 prevalează o atitudine pozitivă cu privire la adoptarea euro, se fac auzite și voci critice. Presedintele ceh Vaclav Klaus este cel mai vehement critic, el neezitînd să spună că moneda comună a dăunat Europei, forțînd economii foarte diferite să aplice o politică monetară comună.¹⁴ Guvernul conservator din Polonia și-a exprimat de asemenea reticența cu privire la euro și a propus organizarea unui referendum în 2010 pe această temă. În sfârșit, chiar și în țări membre fondatoare ale UE apar ocazional poziții disidente mergînd până la ideea retragerii din sistemul euro (Italia, Germania).

Toate acestea constituie mici fisuri în ambițiosul proiect al construcției europene care, deși deocamdată fără importanță practică, se pot adânci în eventualitatea unei crize. Într-adevăr, în primii săi zece ani de existență euro nu a trebuit să treacă testul unei crize suficient de grave care să-i pună la încercare soliditatea. Actuala criză financiară nu a atins (încă) în mod serios zona euro iar impactul său asupra economiilor țărilor membre rămâne tolerabil: Irlanda, Spania, Italia sunt amenințate de recesiune și dezechilibre în creștere, dar același lucru se întîmplă și în Danemarca, care și-a păstrat moneda și independența politicii monetare. Marea Britanie s-a confruntat cu mai multe probleme în sectorul financiar decât țările din zona euro așa că deocamdată bilanțul pare să fie favorabil euro.

Euro ca monedă internațională

Actuala criză financiară internațională constituie, după părerea mea, o uriașă oportunitate pentru ca euro să-și întărească statutul de monedă internațională. Chiar din prima decadă a existenței sale euro a devenit după dolarul american a doua monedă ca importanță în lume. Valoarea stocului de obligațiuni emise în euro a depășit în 2004 valoarea titlurilor emise în dolari iar volumul creditelor acordate în euro de către băncile europene către clienți din afara zonei euro a crescut la 36% - față de 45% cât se acordă în dolari. Euro este a doua cea mai tranzacționată monedă pe piețele internaționale și este utilizat în peste o treime din tranzacțiile valutare. Rezervele internaționale constituite în euro au crescut de la 18% în 1999 la 25% în 2007.

Cu toate aceste progrese, euro nu se situează încă la nivelul la care ar fi îndreptățit avînd în vedere dimensiunile și forța economiei europene. (vezi tabel) Parțial, situația se datorează rolului tradițional de monedă internațională în care a fost promovat dolarul prin sistemul de la Bretton Woods. Deși mecanismul Bretton Woods a fost abandonat din 1973, dolarul nu a avut înlocuitor sau competitor pe scena internațională: este suficient să observăm că de exemplu în douăzeci de ani, între 1976

și 1996, ponderea rezervelor oficiale în dolari ale băncilor centrale a scăzut numai de la 87% la 64%. Cotația materiilor prime de bază se face încă în dolari și cea mai mare parte din comerțul internațional se facturează și decontează în dolari.

Tabel: Indicatori cheie ai poziției internaționale relative, UE, SUA, Japonia și China

Indicatori, 2007	Euro 15	SUA	Japonia	China
Populație (milioane)	320	302	128	1331
Pondere în PIB mondial (% la PPP)	16,7	22,3	6,9	10,3
Pondere în comerțul internațional (% , exclusiv comerț intra UE)	16,4	15,2	6,6	10,4
Rata șomajului (% din total forța de muncă)	7,4	4,6	3,9	4,0

Sursa: European Commission, European Economy News, nr. 10/2008

Situația s-a schimbat după 1999 când euro a oferit o alternativă credibilă pentru toate funcțiile cerute de la o monedă internațională. Evoluțiile recente din economia Statelor Unite și pe plan mondial tind să mărească interesul pentru euro ca moneda internațională. Volatilitatea monedei americane în ultimii ani a creat probleme exportatorilor de materii prime al căror preț este cotelat în dolari; au apărut propuneri de a schimba cotația în euro și doar poziția unora din cei mai mari producători cum ar fi Arabia Saudită a apărut supremația dolarului ca referință pentru petrol și alte materii prime. Aceiași devalorizare a redus valoarea relativă a activelor financiare deținute în dolari, astfel că multe țări, inclusiv China care are cele mai mari rezerve de dolari din lume, sunt interesate de diversificare, ca și investitorii privați.

Actuala criză financiară care a pornit din Statele Unite este resimțită în întreaga lume, dar va afecta în primul rând economia americană. Sistemul financiar american, cel mai mare și mai sofisticat din lume, s-a dovedit extrem de vulnerabil și va trece multă vreme până când va recâștiga încrederea investitorilor naționali și internaționali. Eforturile guvernului american de a salva sistemul prin injectarea unor sume enorme au reușit să prevină colapsul însă economia rămâne extrem de slăbită: după unele calcule, datoria publică americană va atinge nivelul colosal de 17 trilioane dolari sau 113% din PIB¹⁵! La aceasta se adaugă un deficit bugetar curent de aproximativ 3% din PIB anual – o povară ce va fi sancționată de piețe, ducând la slăbirea poziției internaționale a dolarului. Este pentru prima oară când politica de *benign neglect* prin care autoritățile americane tolerează deprecierea dolarului (cu consecințe favorabile în stimularea exporturilor și ușurarea poverii datoriilor externe denominate în dolari) nu mai poate fi aplicată fără consecințe: investitorii au în euro o alternativă către care se vor refugia. **Sunt create astfel condiții foarte favorabile pentru ca euro să-și consolideze rolul de monedă internațională pentru operațiuni financiare, constituire de rezerve sau comerț exterior.**

Nu există perspective de apariție în viitorul apropiat (de câteva zeci de ani) a unei alte monede cu pretenții internaționale. Este adevărat că succesul UE a încurajat planurile

de creare a unor uniuni economice și monetare și în alte părți ale lumii. Singurul proiect care ar putea să conducă la apariția unei entități economice comparabile ca dimensiuni cu Uniunea Europeană și Statele Unite este cel al ASEAN – Asociația Națiunilor din Asia de Sud-Est. Banca de Dezvoltare a Asiei a publicat un raport în 2002 cu privire la costurile și beneficiile unei valute comune pentru ASEAN în care conchide că „deși constrângerile pentru adoptarea unei monede comune de către ASEAN sunt formidabile, pe termen lung o astfel de țintă merită a fi luată serios în considerare, în special deoarece, din punct de vedere al mărimii optime, regiunea este la fel de potrivită pentru adoptarea unei monede comune pe cât era Europa înainte de Tratatul de la Maastricht.”¹⁶ În 2003 au fost inițiate discuții pentru crearea unei comunități economice ASEAN având ca orizont de timp anul 2020. Mai sunt inițiative similare în zone precum America de Sud sau Comunitatea Statelor Independente.

Putem conchide că se conturează astăzi o structură financiară internațională bazată pe două monede concurente, euro și dolarul, completate de câteva monede regionale care vor servi nevoile unor arii mai restrânse. Bine gestionat, un asemenea sistem va putea probabil să răspundă nevoilor de dezvoltare a economiei globale pentru multe decenii. Este însă cert că se vor menține presiuni și căutări pentru pasul următor, care ar fi adoptarea unei monede internaționale. Așa cum spunea Paul Volker, președinte al Rezervei Federale americane (1979-1987), „O economie globală are nevoie de o monedă globală.” Există mai multe propuneri care ar duce la apariția unei monede internaționale unice, cea mai cunoscută fiind aceea a profesorului Robert Mundell: „Soluția mea ideală și de echilibru ar fi o monedă mondială (dar nu o unică monedă mondială) în care fiecare țară își produce propria unitate care se schimbă la paritate cu moneda mondială. O putem numi dolarul universal sau, pentru a evita conotațiile parohiale naționale, întor, o compunere a cuvintelor „internațional” și a termenului francez pentru aur.” Sistemul ar fi guvernat de un comitet desemnat de consiliul guvernatorilor al FMI și ar avea ca misiune să vegheze la stabilitatea monedei mondiale stabilind în fiecare an cantitatea de monedă ce ar trebui scoasă pe piață în așa fel încât prețurile să rămână constante. „Beneficiile unei monede mondiale ar fi enorme. Prețurile în întreaga lume ar fi denominate în aceeași unitate și ar fi menținute egale în diferite părți ale lumii în măsura în care legea prețului unic ar fi lăsată să se manifeste. (...) comerțul între țări ar fi la fel de simplu ca cel între diferite state americane.” „O altă dimensiune a beneficiilor unei monede mondiale ar fi o mare ameliorare a politicilor monetare a probabil două treimi din țările lumii.”¹⁷

Există după părerea mea nenumărate obstacole politice și chiar economice în calea realizării unei monede internaționale după rețeta propusă de Mundell și nu cred că un asemenea sistem ar funcționa în practică – să reamintesc numai cât de dificilă este calibrarea politicii monetare la nivelul Uniunii Europene, în care se regăsesc doar 15 membri cu condiții destul de apropiate! Calea către o monedă internațională va fi diferită și va trece mai degrabă printr-un proces de selecție competitivă între mai mulți concurenți între care favoriți se situează în acest moment dolarul și euro. Alternativ, îmbunătățirea funcționării piețelor financiare internaționale și eliminarea restricțiilor în calea transferurilor de capital poate să reducă atât de mult costul tranzacțiilor încât să facă caducă problema unei monede internaționale.

Ceea ce este important pentru România este că putem avea certitudinea că prin adoptarea euro vom miza pe una din cele mai influente și mai promițătoare monede ale lumii.

CONCLUZII SI RECOMANDARI

Adoptarea euro este cel mai important proiect al primului deceniu după aderarea la UE. Succesul acestui proiect depinde de mobilizarea forțelor politice și sociale către continuarea reformelor necesare atât pentru îndeplinirea criteriilor de convergență nominală cât și pentru creșterea competitivității economiei românești astfel încât să facă față presiunilor care pot surveni odată cu pierderea scutului relativ oferit de politica monetară independentă și de fluctuația cursului de schimb.

Una din cele mai importante decizii privitoare la trecerea la euro este cea de stabilire a momentului de intrare în mecanismul cursului de schimb ERM2 și apoi a datei de la care moneda națională va fi efectiv înlocuită cu euro. Îndeplinirea de o manieră satisfăcătoare a criteriilor de la Maastricht este o precondiție; dincolo de aceasta însă, un număr mare de studii sugerează că este preferabil ca anterior declanșării procedurilor de adoptare a euro să se procedeze la reforme care să îmbunătățească competitivitatea economiei și capacitatea de gestionare a acesteia în lipsa instrumentelor de politică monetară.

Există după părerea mea trei argumente foarte serioase în favoarea unei adoptări a euro imediat ce criteriile de la Maastricht pot fi îndeplinite:

- În condițiile unei țări precum România, care a procedat deja la liberalizarea completă a contului de capital ca o condiție a admiterii în UE, politica monetară este deja supusă unor constrângeri care îi reduc mult valoarea de barieră de protecție a economiei. Așa de exemplu, folosirea ratei dobânzii ca instrument de politică monetară are limite inerente deoarece mărirea semnificativă a ratei dobânzii pentru combaterea inflației atrage creșteri ale intrărilor de capital sub formă de plasamente care la rândul lor crează presiune pentru aprecierea monedei naționale și contribuie la deteriorarea contului curent. O reducere a ratei dobânzii are ca efect scăderea intrărilor de capital sub formă de plasamente dar și reducerea economisirii interne și o posibilă depreciere a monedei naționale cu efect inflaționist. Dar o mare parte a intrărilor de capital sub forma investițiilor directe rămâne impredictibilă, nefiind influențată de ratele dobânzilor. Într-adevăr, în țări caracterizate de rate scăzute ale raportului capital/forță de muncă, intrările de capital în condițiile liberalizării contului de capital sunt determinate de randamentele ridicate așteptate și prin urmare sunt prea puțin influențate de regimul cursului de schimb¹⁸. Politica monetară nu poate pur și simplu controla efectele ce apar din aceste fluxuri.
- Avertizările privitoare la riscurile unei adoptări prea timpurii a euro se bazează pe teoria Zonei Monetare Optime. Una din aserțiunile fundamentale ale acestei teorii este aceea că o țară ce aderă la o uniune monetară fără a fi îndeplinit în prealabil condițiile necesare riscă să sufere șocuri asimetrice semnificative pe care nu le poate combate în lipsa politicii monetare independente. Studii mai recente tind să indice însă că o uniune monetară are, în anumite condiții, o capacitate de auto-validare în sensul că ea poate deveni optimă chiar dacă unele țări nu îndeplinesc condițiile cerute¹⁹. Cu alte cuvinte, uniunea monetară are o forță modelatoare ce schimbă configurația economiilor participante pentru a le face compatibile cu funcționarea în cadrul uniunii și experiența UE, care nu a fost niciodată o zonă monetară optimă deplină, pare să susțină această afirmație.

- Prelungirea perioadei de pregătire pentru adoptarea euro nu garantează că în final economia va fi mai bine adaptată. Dimpotrivă, prelungirea acestei perioade riscă să ducă la diluarea eforturilor de reformă și la pierderea motivației. Situația este asemănătoare cu cea din perioada de pregătire pentru aderarea la UE, când periodic revenea argumentul că ar fi binevenită o temperare a eforturilor de aderare pentru a da timp economiei să se pregătească corespunzător pentru a face față concurenței de pe piața unică. Dincolo de un punct însă pregătirea pentru o schimbare se face în și prin procesul de schimbare în sine.

În cazul României, calendarul schițat prin Programul de Convergență din 2007, care prevede trecerea la euro în 2014, este încă perfect realizabil cu condiția ca acest obiectiv să fie clar asumat politic și să se înceapă de urgență un program sistematic de măsuri care asigure îndeplinirea tuturor condițiilor și mobilizarea tuturor instituțiilor care vor juca un rol în acest proces. Este necesară elaborarea unei strategii naționale de trecere la euro și organizarea unui comitet care să organizeze și să coordoneze activitățile.

Criza financiară internațională face mai dificilă sarcina adoptării euro de către România. Deși nu au repercusiuni directe semnificative în România, turbulențele de pe piețele internaționale măresc incertitudinile și sporesc dificultățile de gestionare a politicilor economice și monetare. Incadrarea în criteriile de la Maastricht impune în aceste condiții mai multă disciplină și rigoare, politici fiscale și bugetare prudente, echilibru între creșterea salariilor și productivitate, politici de venituri mai puțin expansioniste – măsuri în general impopulare, care ridică problema asumării costului politic.

Aceiași criză financiară internațională va avea ca efect o creștere a exigențelor Băncii Centrale Europene în momentul în care va examina candidatura unui stat membru cu derogare și România trebuie să se pregătească pentru un examen cu toleranță zero.

Însă criza financiară actuală scoate în evidență și avantajele pe care le au mai ales statele mici care beneficiază de umbrela de protecție a uneia din cele mai puternice monede din lume.

NOTE SI REFERINTE

¹ Vezi de exemplu Mugur Isărescu, *România – trecerea la euro* prezentare la Forumul financiar Sud-Est European, 17 mai 2007

² Majoritatea acestor estimari se bazează pe modele de tip gravitațional care țin seama și de factori precum mărimea unei țări, așezarea ei geografică, structura instituțională etc.

³ Referințe după Susan Schadler, Paulo Drummond, Louis Kuijs, Zuzana Murgasova and Rachel van Elkan, *Adopting the euro in Central Europe. Challenges of the next step in European Integration*, IMF Occasional papers 234, Washington 2005

⁴ Unii autori au evidențiat o posibilă supraevaluare a impactului aderării la uniunea monetară rezultat din modul de eșantionare a datelor analizate.

⁵ Austria, Belgia, Franța, Germania, Luxemburg și Olanda constituie nucleul care atinsese deja un grad avansat de convergență de la mijlocul anilor '90 în vreme ce alte țări precum Grecia, Italia, Spania, Portugalia, Irlanda sau Finlanda s-au apropiat mai târziu și sunt și astăzi în unele privințe structural diferite de nucleul euro.

⁶ Anna Lipinska, *The Maastricht Convergence Criteria and Optimal Monetary Policy for the EMU accession countries*, European Central Bank Working Papers nr. 896, May 2008

⁷ În România piața financiară se reduce practic la bănci, bursa de valori avînd un rol marginal.

⁸ European Central Bank, *Convergence Report*, May 2008

⁹ Dintre cei 27 membri actuali ai UE, 12 nu sunt membri ai uniunii monetare, după ce Slovenia, Malta și Cipru au adoptat euro în 2007 și 2008. Danemarca și Marea Britanie au notificat absența lor din stadiul trei al UME și nu sunt obligate să adopte euro, astfel că rămân 10 membri cu derogare ale căror progrese sunt evaluate periodic în Raportul asupra Convergenței al BCE.

¹⁰ Termenul este folosit de Ales Bulir și Jaromir Hurnik *The Maastricht Inflation Criterion: How Unpleasant is the Purgatory?* IMF Working Paper, Iunie 2006

¹¹ Ales Bulir, Jaromir Humik, p. 11

¹² *Danger ahead for the Mighty Euro*, The Economist, 10 aprilie 2008

¹³ European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, *EMU@10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, Brussels 2008

¹⁴ Vezi de exemplu articolul semnat de Vaclav Klaus în Financial Times din 12 iunie 2008

¹⁵ Este vorba de datoria brută după preluarea obligațiilor celor două instituții de credit ipotecar și incluzînd cele 700 miliarde dolari care se află acum în discuția parlamentului. Cum o parte din obligațiile preluate de guvern sunt garantate, datoria netă este mult mai mică. Cu zece ani în urmă Japonia s-a aflat într-o situație similară și a fost retrogradată de agențiile de rating.

¹⁶ Madhur Srinivasa, *Costs and Benefits of a Common Currency for ASEAN*, ERD Working Paper Series no. 12, Asian Development Bank – citat după Jeremy Rifkin, *Visul European*, Ed. Polirom 2006, p. 296-297

¹⁷ Citat după

www.robertmundell.net/Menu/Main.asp?Type=5&Cat=09&ThemeName=World%20Currency

¹⁸ Argumentul este dezvoltat de Leslie Lipschitz, Timothy Lane și Alex Mourouras, *Real Convergence, Capital Flows and Monetary Policy*, în culegerea *Euro Adoption in Central and Eastern Europe*, editată de Susan Shadler, International Monetary Fund 2005.

¹⁹ Corsetti, G. și Pesenti, P., *Self-Validating Optimum currency Areas*, Center for Economic Policy Research Discussion Paper nr. 3220, Londra; Allington, NFB, Kattuman, P.A. și Waldman, F.A. *One Market, One Money, One Price?* International Journal of Central Banking vol 1. no. 3, 2005; citate după Siebel Yelten și Harald Anderson, *Price impacts of non-adoption of the euro for small European Countries*, IMF Working Paper June 2006