

Academia Română

Sesiunea:

*Strategia de adoptare a euro și criza financiară mondială*

## **Probleme ale convergenței reale în drumul spre euro**

Academician Mugur Isărescu

Autoritățile române și-au propus ca obiectiv strategic de politică economică îndeplinirea tuturor condițiilor care să permită adoptarea euro ca monedă națională în 2014. Acesta este un obiectiv ambițios, dar realizabil, cu condiția adoptării și menținerii unui mix coerent de politici economice, de natură să sprijine atât convergența nominală, cât și convergența reală cu țările din zona euro.

Merită semnalat faptul că, pentru a accede la zona euro, criteriile de convergență avute în vedere sunt doar cele nominale: stabilitatea cursului, inflație scăzută, dobânzi apropiate de cele ale țărilor din zona euro, deficit bugetar și stoc al datoriei publice moderate. Totuși, menținerea pe termen lung a convergenței indicatorilor nominali și, mai mult decât atât, fructificarea deplină a avantajelor apartenenței la un sistem monetar performant ne obligă să privim cu cel puțin la fel de multă atenție și realizarea convergenței reale între economiile dezvoltate europene și economia țării noastre. În acest context, adoptarea monedei unice de către țara noastră înainte de a fi fost realizată o minimă convergență economică reală ar fi riscantă și potențial contraproductivă. Trebuie să ne asigurăm că la data îndeplinirii criteriilor nominale va fi fost făcut și un substanțial progres în convergența reală.

De aceea, în prezentarea de astăzi am considerat că, analizând drumul economiei românești către moneda unică europeană, este cel mai nimerit să mă refer nu numai la convergența nominală, subiect pe care l-am abordat în repetate rânduri, ci să concentrez atenția asupra câtorva aspecte ale convergenței economice reale. Or, aceasta înseamnă, într-un limbaj simplu, să creăm condițiile pentru o creștere economică rapidă, sănătoasă și durabilă. Ne obligă la aceasta decalajele mari dintre performanța economiei românești și cele ale țărilor Uniunii Europene.

În acest context, permiteți-mi să abordez o temă mai puțin prezentă în debaterile publice din țara noastră, dar care este profund legată de capacitatea economiei românești de a menține o creștere rapidă și sustenabilă. Este vorba despre problematica generală a *reformelor structurale* și, în cadrul acesteia, în particular, despre *flexibilitatea pieței*

*muncii*, de nevoia imperioasă ca aceasta să se alinieze celor mai moderne practici, din țări de succes, ținând seama atât de realitățile economiei românești, cât și de rigorile competiției pe o piață mondială tot mai exigentă.

La prima vedere, sunt puține legături între trecerea la euro și flexibilitatea pieței muncii. În realitate, legătura este profundă, așa zice chiar esențială.

Înainte de a intra în substanța subiectului, fie-mi îngăduit să clarific o temă care a mai fost dezbătută public. Banca Națională nu este împotriva creșterii salariilor. Am putea spune, chiar dimpotrivă. Pentru economia românească nu poate fi decât benefică o creștere cât mai rapidă a salariilor, pentru a avea un standard de viață tot mai ridicat, a depăși decalajul istoric care ne separă de țările occidentale și a opri migrația forței de muncă. Trebuie însă să privim cu luciditate și să afirmăm răspicat că o creștere a salariilor mai mare decât sporul de productivitate a muncii nu este sustenabilă. Creșterea mai rapidă a salariilor decât a productivității muncii nu duce la un nivel de trai mai ridicat, ci dimpotrivă, la unul mai scăzut, întrucât decalajul dintre cei doi indicatori fundamentali se sparge mai devreme sau mai târziu în creștere galopantă a prețurilor, depreciere a monedei naționale, îndatorare externă. Toate acestea influențează negativ investițiile și de aceea întârzie, în loc să grăbească, convergența reală a economiei.

În ultimii ani câștigul de productivitate anual s-a cifrat la niveluri impresionante, de 10% și peste în fiecare an. Factori multipli au explicat această evoluție: nivelul scăzut de pornire, reducerea semnificativă – chiar dacă nu întotdeauna surprinsă de indicatorii statistici – a populației ocupate în agricultură și, foarte important, creșterea puternică a investițiilor. Chiar și această creștere a fost însă net depășită de aceea a salariilor, iar aceasta explică saltul dramatic al deficitului extern, precum și presiunile inflaționiste în creștere în ultimul an și jumătate. Așadar, pornim la drum cu o povară serioasă. Mă întreb însă ce se va întâmpla în momentul în care creșterea productivității muncii se va atenua. Or, tendința de atenuare a creșterii productivității muncii este strâns legată de rigiditățile din economie, de problemele de infrastructură, de încetinirea procesului de restructurare economică. Având în vedere toate aceste aspecte, Banca Națională nu este adepta încetirii creșterii salariilor, ci militează pentru crearea condițiilor care să facă durabilă această creștere și să îi mențină caracterul real. La urma urmei, salariile pot fi majorate oricât din punct de vedere nominal. Piața însă nu va recunoaște decât creșterea acoperită de spor de productivitate. Restul se transformă în inflație și depreciere a monedei naționale, aducând nivelul real al creșterii salariilor acolo unde el are acoperire în producție și în productivitate.

Aș dori în continuare să mă refer la factorii care leagă direct atribuțiile legale ale Băncii Naționale de creșterea salariilor și a productivității muncii. Precizez, în acest sens, faptul că, o dată cu aderarea la Uniunea Europeană și, implicit, intrarea Băncii Naționale în Sistemul Băncilor Centrale Europene, avem nu numai dreptul, ci și obligația de a

prezenta un punct de vedere în situația în care apreciem că echilibre fundamentale ale economiei pot fi puse în pericol de o evoluție sau alta.

Astfel, am să mă refer la obiectivul stabilității prețurilor, respectiv la reducerea ratei inflației la un nivel compatibil cu statutul de membru al Sistemului Monetar European. De multe ori, reducerea ratei inflației este asociată cu încetinirea creșterii economice și chiar cu recesiunea. Acest lucru se întâmplă însă numai dacă există o contradicție în mixul de politici economice, dacă reducerea ratei inflației nu este și obiectivul central al altor politici ale autorităților, în mod special politica fiscală și cea de venituri. Dacă există un mix echilibrat de politici, se poate asigura scăderea ratei inflației concomitent cu menținerea creșterii susținute. O asemenea evoluție se realizează de regulă pe seama aportului investițiilor directe străine, care măresc capacitatea productivă a economiei și finanțează sustenabil un deficit extern, chiar relativ ridicat. În cazul țării noastre, experți de la Banca Națională, precum și analiști independenți, au calculat că economia românească își poate menține creșterea accelerată în condiții de scădere a presiunilor inflaționiste chiar cu un deficit de cont curent de 8-10% din produsul intern brut. Pentru a putea atrage însă capitalul străin, economia românească trebuie să ofere condiții atrăgătoare. Cum acestea nu mai pot fi în mod obiectiv cele legate de un nivel scăzut al costului forței de muncă sau de facilități fiscale disproporționate, care ar încălca regulile Uniunii Europene, va trebui să ne îndreptăm către alte măsuri, cum sunt un regim fiscal mai suplu, o piață a forței de muncă mai elastică. Așadar, din nou, sarcina principală a Băncii Naționale, aceea de asigurare a stabilității prețurilor, este în strânsă legătură cu ansamblul politicilor promovate de autoritățile române.

Un alt obiectiv nominal esențial pentru aderarea la zona euro este stabilitatea cursului de schimb. În ultimii ani, îmbunătățirea performanțelor economiei românești a permis o atenuare sensibilă a fluctuațiilor de curs, comparativ cu situația din urmă cu un deceniu. De altfel, regimul valutar adoptat de România, acela de curs flexibil, cu intervenții tot mai rare ale Băncii Naționale pe piața valutară, a servit bine economia românească. Chiar momentul de supraapreciere din prima parte a anului 2007, datorat intrărilor masive de capital străin după aderarea la Uniunea Europeană, a fost corectat prin chiar mișcările autonome ale pieței valutare. Putem aprecia că, în momentul de față, nu există factori de presiune semnificativă pentru cursul valutar în direcția aprecierii sau deprecierei acestuia, chiar dacă criza de pe piața financiară mondială generează temporar mișcări într-o direcție sau alta.

Totuși, echilibrul de pe piața valutară din acest moment s-a realizat în condițiile unui mix de politici caracterizat printr-o politică monetară restrictivă, cu rate înalte ale dobânzilor, o politică fiscală insuficient de strictă și supusă în continuare unor presiuni pentru majorarea cheltuielilor publice concomitent cu diminuarea veniturilor, în timp ce creșterile salariale se situează de mai mult timp evident peste creșterile de productivitate. Acest mix nu este sustenabil. Pe termen lung nu se poate vorbi despre un echilibru valutar

în condițiile descrise mai sus, chiar dacă pe termen foarte scurt nivelul ridicat al dobânzilor poate compensa efectele celorlalte politici. Nu există însă nici o îndoială că stabilitatea cursului în condițiile deteriorării competitivității produselor românești, ca urmare a creșterii mai rapide a salariilor decât a productivității, atrage inevitabil deteriorarea balanței comerciale și în final deprecierea cursului valutar. Nu aș fi foarte mirat dacă, atunci când se va produce acest lucru, ar exista voci care să afirme că vina aparține Băncii Naționale, fără a căuta cauzele adevărate, profunde ale evoluției nedorite.

Iată, așadar, că atât reducerea ratei inflației, cât și stabilitatea cursului valutar sunt indisolubil legate de coerența mixului de politici adoptate de autorități. Mai cu seamă, în condițiile în care în ultima vreme apropierea alegerilor a dus la promisiuni fără acoperire și chiar la legiferarea unor măsuri de natură să afecteze semnificativ echilibrele macroeconomice, Banca Națională are datoria de a semnaliza riscurile majore care pot fi generate de politici nefundamentate.

Din păcate, credibilitatea se dobândește greu și se pierde foarte ușor. Iar pierderea credibilității poate avea efecte cu mult mai severe decât, să spunem, creșterea temporară a deficitului public.

Economia mondială trece printr-o perioadă de mari dificultăți. Îmi exprim încrederea că, prin politici concertate și responsabile ale celor mai dezvoltate economii ale lumii, va putea fi evitată alunecarea într-o criză de proporțiile celei din anii 1929-1933. Este însă dincolo de orice îndoială că această perioadă va lăsa urme adânci chiar în modelul economiei mondiale.

Într-o perioadă atât de dificilă la nivel mondial, mai mult decât oricând, este necesară prudența autorităților române și chibzuință, atât în cheltuirea banului public, cât și în promisiunile legate de aceasta. Perioada premergătoare alegerilor este în mod obișnuit timpul unor promisiuni greu de pus în practică. În momentul de față însă, deși condițiile economice internaționale sunt cele mai dificile din perioada postbelică, discursul public preelectoral de la noi pare tot mai rupt de realitate.

Doresc să reiterez faptul că politicile BNR sunt focalizate pe înscrierea României pe traiectoria adoptării euro în 2014. Pe termen mediu, este avută în vedere nu numai reluarea dezinflației și aducerea creșterii prețurilor în apropierea standardelor europene, dar și atenuarea dezechilibrelor – cu precădere reducerea treptată a deficitului extern – pentru a da durabilitate procesului de reducere a inflației.

Din punctul de vedere al politicii monetare, esențială este *stimularea economisirii*, astfel încât să fie atenuat decalajul din prezent în raport cu investițiile. Același nivel, ridicat, al investițiilor poate fi asigurat cu o participare mai însemnată a componentei interne, pe seama creșterii ratei economisirii. De altfel, majorarea ratelor dobânzilor, care este o parte a conduitei politicii monetare actuale, a urmărit tocmai acest lucru. Iar rezultatele devin vizibile, chiar dacă – din motive de ordin statistic – cifrele calculate de

Banca Națională par a arăta altceva. Pentru a evita eventuale confuzii, permiteți-mi să intru în câteva detalii de ordin tehnic.

Datele publicate arată o creștere mai puternică a conturilor la vedere decât a celor la termen, ceea ce pare a semnaliza apariția unor presiuni inflaționiste suplimentare. În realitate, însă, la mijloc sunt două evoluții ce țin de evidența statistică, nu de substanță economică reală. Una dintre acestea este trecerea, din 2007, a conturilor în valută la vedere din categoria „cvasibani”, parte a M2, în M1 (bani în sens restrâns). Aici este doar alinierea la definițiile din Uniunea Europeană. Substanța economică nu s-a schimbat: la noi în țară, conturile bancare în valută nu sunt folosite de populație pentru tranzacții curente, ci mai degrabă reprezintă forme de economisire.

Mai importantă ca pondere este însă cea de-a doua evoluție, valabilă de altfel și pentru conturile curente în valută, dar foarte semnificativă cantitativ pentru lei. Întrucât conturile de depozit sunt purtătoare de impozit pe venit, iar conturile curente nu, băncile au descoperit forma prin care să atragă clienții: au inventat conturi curente cu dobânzi chiar mai mari decât cele practicate pentru depozite. S-a produs astfel o migrație masivă a economisirii persoanelor fizice, dinspre depozitele clasice, către așa-numite conturi curente, sau chiar conturi de card, care au atașate rate ridicate ale dobânzilor în cazul menținerii unui sold peste un anumit plafon.

Experți din Banca Națională au făcut o ajustare a cifrelor, pornind de la prezumția că, pentru conturile la vedere propriu-zise, creșterea ar trebui să fie similară celei a numerarului în circulație, așa cum s-a și întâmplat, de altfel, în anii anteriori. În acest caz, în perioada decembrie 2004-august 2008, cvasibanii ar fi crescut cu peste 80%, față de numai 40%, cât rezultă din datele statistice. Cu alte cuvinte, economisirile în lei (ale populației și corporațiilor) au crescut mult mai rapid decât arată datele statistice privind depozitele la termen, date care au determinat comentarii în mass-media legate de o „stagnare” a economisirii în lei. Specialiștii BNR vor reveni pentru a explica mai în detaliu aceste evoluții. Iată deci, cum o „scăpare” de politică fiscală atrage atât reducerea veniturilor bugetare, cât și potențiale erori în evaluarea unor evoluții de ordin monetar.

Întrucât turbulențele de pe piețele financiare internaționale s-au accentuat în ultimele săptămâni, iar *BNR urmărește cu deosebită atenție aceste evoluții*, cred că este oportun să vorbim despre impactul potențial al acestora asupra sistemului financiar și economiei românești. Sectorul bancar din România este în continuare afectat în principal sub forma creșterii costurilor finanțării externe. Impactul limitat se datorează caracteristicilor mediului financiar din România, precum și măsurilor de ordin prudential, de politică monetară și de întărire a stabilității financiare adoptate de-a lungul timpului de către Banca Națională. Între acestea le voi semnala pe cele mai importante.

În primul rând, instituțiile de credit din România nu au expuneri pe produse financiare care se află la originea acestor turbulențe (instrumente „subprime”). Acest fapt

se datorează îndeosebi profitabilității oferite de marjele ample de dobândă practicate pe piața internă, precum și expansiunii rapide a creditării prin produse bancare tradiționale.

În al doilea rând, covârșitoarea majoritate a băncilor care funcționează în România, inclusiv cele cu capital străin, sunt persoane juridice supuse autorizării, reglementării și supravegherii prudențiale de către Banca Națională. Aceste bănci, ca, de altfel, și filialele băncilor străine care au sediul principal în alte țări ale Uniunii Europene, se supun standardelor prudențiale și de capitalizare Basel II.

În al treilea rând, unele reglementări ale Băncii Naționale au fost de multe ori mai restrictive decât cele prevăzute de standardele Basel II. Mai concret, cerințele de capital inițial pentru autorizarea unei instituții de credit din România sunt aproximativ duble față de nivelul minim impus prin reglementările Uniunii Europene. Mai mult, merită semnalat faptul că reprezentanții BNR sunt implicați la nivelul structurilor comunitare competente în procesul de analiză și ameliorare a reglementărilor comunitare privitoare la arhitectura sistemului financiar.

Nu în ultimul rând, nivelul rezervelor minime obligatorii se menține în continuare ridicat (20% pentru pasivele denuminate în lei cu scadență de până la doi ani și, respectiv, 40% pentru cele denuminate în valută). Pe lângă rolul de moderare a vitezei de creștere a creditului, rezervele minime obligatorii îndeplinesc rolul prudențial de menținere a unui nivel corespunzător de lichiditate de către instituțiile de credit.

În sfârșit, voi semnala măsurile de temperare a creșterii creditării adoptate recent de Banca Națională, având drept obiectiv o dinamică a creditării sustenabilă pe termen mai îndelungat. Aceste măsuri devin mai utile în contextul persistenței turbulențelor pe piețele financiare internaționale. De altfel, lichiditatea din sistemul instituțiilor de credit din România, deși în scădere relativă comparativ cu anii anteriori, se află la un nivel adecvat pentru buna funcționare a piețelor, iar BNR dispune de instrumentele și mecanismele necesare asigurării lichidității în conformitate cu normele europene în materie.

Cele de mai sus arată un risc relativ limitat de contaminare a sistemului bancar românesc ca urmare a turbulențelor actuale de pe piețele financiare internaționale. Totuși, eventuale efecte adverse se pot manifesta și în țara noastră. Între acestea aș enumera: volatilitatea mai pronunțată a cursului de schimb, asemănător tendințelor din celelalte țări din regiune, în condițiile reducerii apetitului pentru risc al investitorilor pe piețele emergente; creșterea în continuare a costului finanțării externe și reducerea volumului acestuia; moderarea posibilă a volumului intrărilor autonome de capital și eventuale repatrieri anticipate ale capitalurilor fructificate; și posibila decelerare a cererii pentru exporturi românești ca urmare a reducerii perspectivelor de creștere economică în celelalte țări membre ale Uniunii Europene.

Banca Națională va continua și pe viitor să manifeste maximă vigilență în îndeplinirea mandatului său, atât în privința stabilității prețurilor, cât și a asigurării stabilității financiare.

Voi încheia, reiterând că obiectivul intrării în zona euro în anul 2014 este realizabil. Politici responsabile ale autorităților pot satisface și obiectivul creșterii rapide a nivelului de trai. Ruperea echilibrelor fundamentale însă, prin măsuri fără acoperire în realitățile economiei, nu poate aduce mai multă bunăstare, ci mai puțină, iar convergența economică reală, ca și cea nominală, este pusă în pericol. La fel și obiectivul strategic al adoptării euro în 2014.