

COLOCVIILE DE POLITICĂ MONETARĂ

Adoptarea unilaterală a euro,
soluție sau capcană?

Cristian Popa
Viceguvernator
Banca Națională a României

București, 30 aprilie 2009

Abordarea problemei adoptării euro: aspecte principale

- Palierul economic: teoria zonelor monetare optime, necesitatea asigurării instrumentelor adecvate gestiunii macroeconomice (în sp. în ajustarea ordonată a dezechilibrelor unei economii cu convergență rapidă), consecințele asupra ajustării ale adoptării (ipotetice) a unei parități ireversibile deplasate de la nivelul de echilibru al cursului de schimb, nevoia ca decizia asupra adoptării euro (inclusiv a timing-ului aferent acesteia) să nu corespundă numai riscurilor induse de prezența unei faze a ciclului de afaceri
- Palierul cadrului european de reglementare: decizia asupra adoptării euro (evaluarea sustenabilității respectării criteriilor de convergență, moment, nivel de curs) revine instituțiilor UE; ERM2 și regimurile acceptate ale cursului de schimb
- Palierul instituțional: problemele asigurării necesarului de lichiditate, interconectarea la sistemele de plăți ale zonei euro
- Adoptarea monedei unice europene reprezintă finalitatea unui proces complex de convergență, nu debutul acestuia; în particular, ea nu elimină necesitatea rezolvării dezechilibrelor macroeconomice existente în statele membre

Abordarea intrării în zona euro

- Intrarea în zona euro reprezintă rezultatul final al unui proces de convergență, nu o premisă a derulării acestuia
 - ✓ Sunt necesare progrese substanțiale în planul convergenței înainte de adoptarea euro în România
 - ✓ Perioada minimă de participare la ERM2 este de doi ani

- Euroizarea unilaterală nu constituie o opțiune viabilă
 - ✓ Banca Centrală Europeană descurajează categoric apelarea la o astfel de soluție de adoptare a euro
 - ✓ Cazul Republicii Muntenegru nu este relevant, întrucât este vorba despre o economie de mici dimensiuni și care nu se afla la momentul adoptării euro în proces de aderare la Uniunea Europeană

Interpretarea criteriilor de la Maastricht

- Nu se pune problema revizuirii Tratatului de la Maastricht
=> criteriile de convergență nominală nu vor fi relaxate și nici nu vor fi acordate derogări de la acestea
- Îndeplinirea criteriilor presupune și asigurarea sustenabilității indicatorilor de convergență nominală
 - ✓ Lituaniei i-a fost refuzată intrarea în zona euro la 1 ianuarie 2007, întrucât nu a îndeplinit criteriul privind stabilitatea prețurilor
 - în anul de referință, rata inflației a depășit marginal plafonul admis (care nu este cunoscut decât *post factum*, fiind o țintă mișcătoare)
 - s-a apreciat că sustenabilitatea ratei inflației la un nivel scăzut este insuficientă, fiind amenințată de numeroase riscuri

Criteriile de la Maastricht
(Indicatori de convergență nominală)
- 2008 -

Indicatorii de convergență nominală	Criterii Maastricht	România	Polonia	Republica Cehă	Ungaria
Rata inflației (IAPC) (procente, medie anuală)	<1,5 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE (4,1%*)	7,85	4,2	6,3	6,1
Ratele dobânzilor pe termen lung (procente pe an)	<2 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE din perspectiva stabilității prețurilor (6,24%*)	7,7	6,1	4,6	8,2
Cursul de schimb față de euro (apreciere(+)/depreciere (-) procentuală maximă față de media pe doi ani**)	+ / -15 procente	+9,7 / -14,6	+18,9 /-8,5	+20,9 /-3,5	+11,3/-10,6
Deficitul bugetului consolidat*** (procente în PIB)	sub 3 la sută	5,4	2,5	1,2	3,3
Datoria publică*** (procente în PIB)	sub 60 la sută	13,6	45,5	27,9	71,9

*) nivel de referință

**) Calculat ca deviația maximă, exprimată în procente, a cursului de schimb față de euro în intervalul 2007-2008 comparativ cu media înregistrată în decembrie 2006, pe baza datelor zilnice. O deviație în sens ascendent/descendent indică aprecierea/deprecierea monedei comparativ cu nivelul cursului de schimb consemnat în decembrie 2006

***) conform metodologiei ESA95, Procedura Deficitului Excesiv (notificarea fiscală) - aprilie 2009

Sursa: Eurostat, Comisia Europeană, Institutul Național de Statistică, Ministerul Finanțelor Publice, Banca Națională a României

Criteriile de la Maastricht (Indicatori de convergență nominală)

Indicatorii de convergență nominală	Criterii Maastricht	România 2008
Rata inflației (IAPC) (procente, medie anuală)	<1,5 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE (4,1%*)	7,85
Ratele dobânzilor pe termen lung (procente pe an)	<2 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE din perspectiva stabilității prețurilor (6,2%*)	7,7
Cursul de schimb față de euro (apreciere(+)/depreciere (-) procentuală maximă față de media pe doi ani**)	+ / -15 procente	+9,7 / -14,6
Deficitul bugetului consolidat*** (procente în PIB)	sub 3 la sută	5,4
Datoria publică*** (procente în PIB)	sub 60 la sută	13,6

*) nivel de referință

**) Calculat ca deviația maximă, exprimată în procente, a cursului de schimb față de euro în intervalul 2007-2008 comparativ cu media înregistrată în decembrie 2006, pe baza datelor zilnice. O deviație în sens ascendent/descendent presupune aprecierea/deprecierea monedei comparativ cu nivelul cursului de schimb consemnat în decembrie 2006.

***) conform metodologiei ESA95, Procedura Deficitului Excesiv (notificarea fiscală) - aprilie 2009

Sursa: Eurostat, Comisia Europeană, Institutul Național de Statistică, Ministerul Finanțelor Publice, Banca Națională a României

Convergența reală

- Tratatul de la Maastricht nu menționează criterii explicite privind convergența reală
- Convergența reală poate fi urmărită prin:
 - ✓ nivelul PIB/locuitor
 - ✓ structura ramurilor economiei naționale
 - ✓ gradul de deschidere a economiei
 - ✓ volumul comerțului exterior și gradul de integrare a acestuia în UE
 - ✓ costurile cu forța de muncă

Indicatori de convergență reală (PIB/locuitor)

	EUR					PPS*				
	2000	2003	2006	2007	2008	2000	2003	2006	2007	2008p
UE-25	20 200	21 900	24 900	26 100	26 300	20 000	21 600	24 600	25 800	26 100
România	1 795	2 419	4 530	5 743	6 365	5 000	6 500	9 100	10 500	11 300
% în UE-25	8,9	11,0	18,2	22,0	24,2	25,0	30,1	37,0	40,7	43,3
Bulgaria	1 700	2 300	3 300	3 800	4 400	5 300	6 700	8 600	9 300	10 000
Cehia	6 000	7 900	11 100	12 300	14 200	13 000	15 200	18 300	20 000	20 200
Ungaria	5 100	7 400	8 900	10 100	10 500	10 700	13 100	15 000	15 600	15 500
Polonia	4 900	5 000	7 100	8 100	9 500	9 200	10 100	12 400	13 400	13 800

*) paritatea puterii de cumpărare standard

p) prognoză

Sursa: Eurostat, Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României

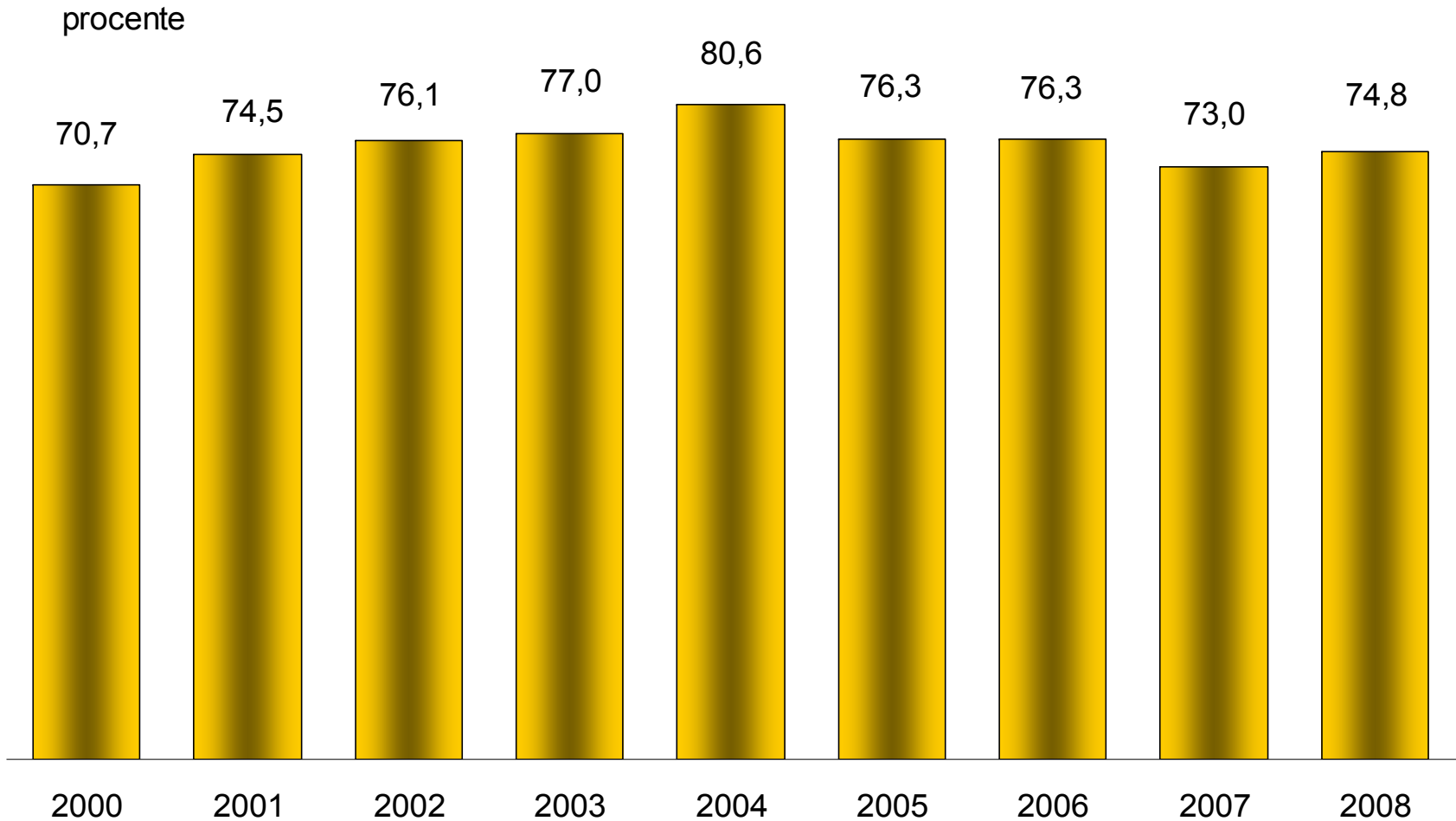
Contribuția principalelor sectoare economice la formarea PIB

pondere în VAB, procente

Țara	Agricultură					Industrie					Servicii				
	2000	2003	2006	2007	2008	2000	2003	2006	2007	2008	2000	2003	2006	2007	2008
UE-25	2,3	2,1	1,7	1,8	1,8	22,3	20,4	20,2	20,1	19,9	69,8	71,7	71,9	71,7	71,9
România	12,1	13,0	8,8	6,4	7,2	29,0	27,8	27,8	27,0	25,6	53,6	52,8	55,0	56,5	55,4
Bulgaria	13,9	11,7	8,5	6,2	7,3	25,5	24,7	24,1	24,1	21,9	56,0	59,1	60,6	61,5	62,2
Cehia	3,9	3,1	2,6	2,4	2,3	31,6	29,5	32,0	32,6	31,3	58,0	61,0	59,2	58,7	60,1
Polonia	5,0	4,4	4,3	4,3	4,5	24,0	23,7	24,7	24,5	23,2	63,3	66,0	64,6	63,8	64,3
Ungaria	5,4	4,3	4,1	4,0	4,5	27,1	25,2	25,3	25,0	24,7	62,4	65,8	65,8	66,4	66,3

Sursa: Eurostat

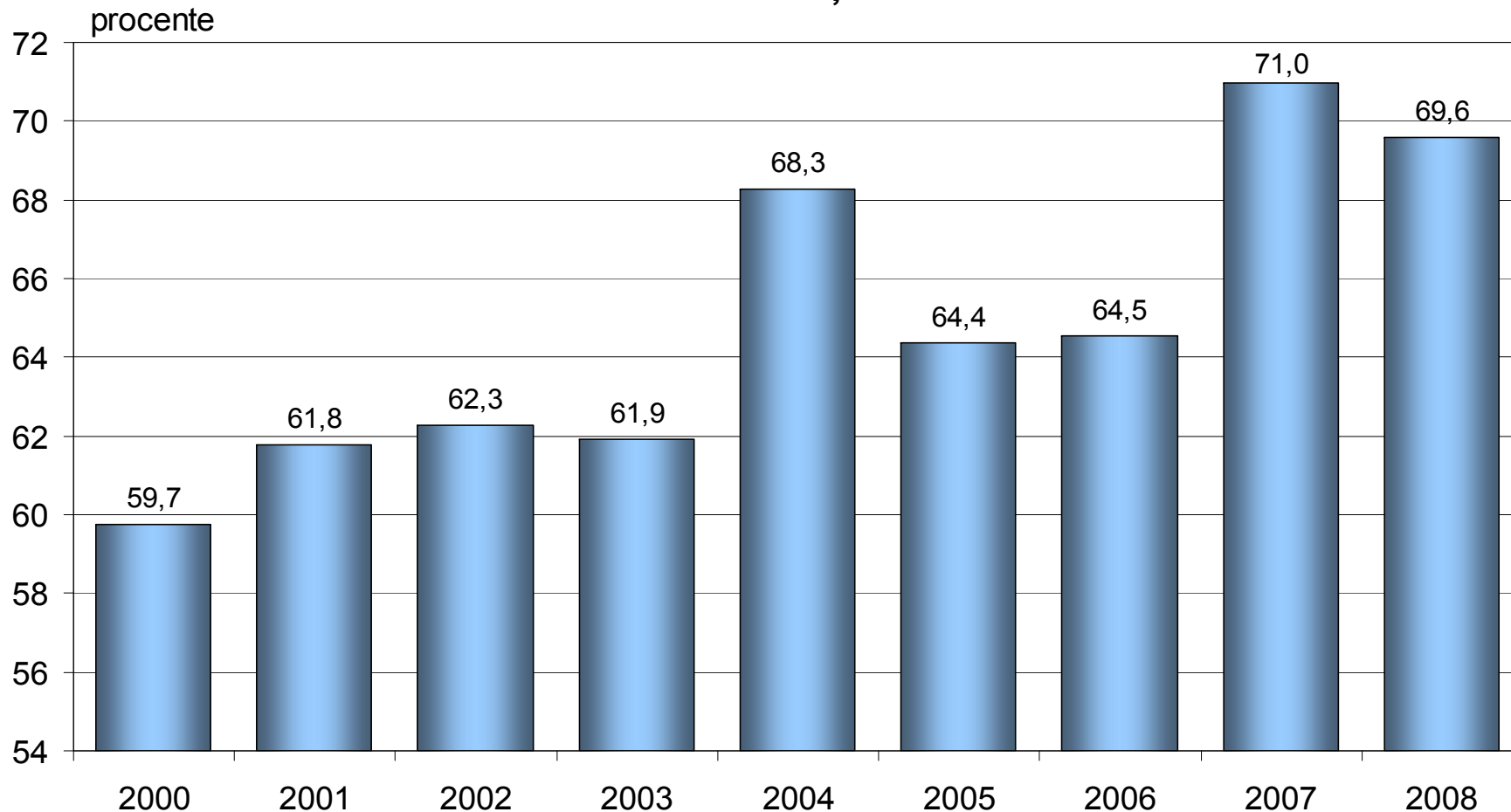
Gradul de deschidere a economiei*



*) (import + export de bunuri și servicii)/PIB

Sursa: Institutul Național de Statistică; Banca Națională a României

România: Ponderea comerțului cu UE* în total comerț exterior



* UE-15 până în 2003, UE-25 începând din 2004, UE-27 începând din 2007

Sursa: Institutul Național de Statistică

Amânarea pe termen îndelungat a adoptării euro (1)

Avantaje

- Perioadă mai lungă de realizare a ajustărilor structurale încă neefectuate
- Progres mai accentuat în planul convergenței reale și nominale
- Sincronizarea ciclului de afaceri din România cu cel al zonei euro (precondiție a diminuării riscurilor de apariție a unor șocuri asimetrice)
- Păstrarea pentru mai mult timp a autonomiei politicii monetare și de curs de schimb

Amânarea pe termen îndelungat a adoptării euro (2)

Dezavantaje

- Persistența costurilor de tranzacționare mai mari asociate riscului valutar, ceea ce ar putea inhiba investițiile și creșterea economică
- Posibilitatea amânării unor reforme structurale și a relaxării politicilor macroeconomice (în special în plan fiscal și salarial) în condițiile stabilirii unui orizont-țintă îndepărtat al adoptării euro
- Mesajul neclar transmis piețelor internaționale de capital, amânarea putând fi atribuită unor slăbiciuni structurale sau de politică economică puțin vizibile investitorilor mai degrabă decât deciziei autorităților

Accelerarea adoptării euro într-un orizont relativ scurt (1)

Avantaje

- Manifestarea mai timpurie a beneficiilor dispariției riscului valutar, cu efect de stimulare a creșterii economice sustenabile
- Minimizarea motivațiilor relaxării ritmului reformelor structurale
- Stimularea consecvenței în timp a ansamblului de politici macroeconomice

Dezavantaje

- Pierderea autonomiei politicii monetare și de curs de schimb, care ar deplasa întreaga povară a ajustărilor structurale asupra nivelului activității economice și al ocupării, în condițiile unei flexibilități încă limitate a economiei românești
- Lipsa sincronizării ciclurilor de afaceri din România și din zona euro, care ar spori riscul generării de șocuri asimetrice, greu de contracarat în absența politicii monetare și de curs independente
- Dificultatea decelării unei parități centrale reprezentative pentru cursul de echilibru leu/euro, ceea ce ar putea conduce la prelungirea substanțială a duratei de participare la ERM2
- Probabilitatea manifestării mai puternice a efectului Balassa-Samuelson în prima parte a procesului de ajustare economică de după momentul aderării la UE, cu consecințe asupra limitării dezinflației și/sau asupra aprecierii monedei naționale
- Limitarea perioadei în care poate fi desăvârșită eficacitatea țintirii inflației ca regim de politică monetară

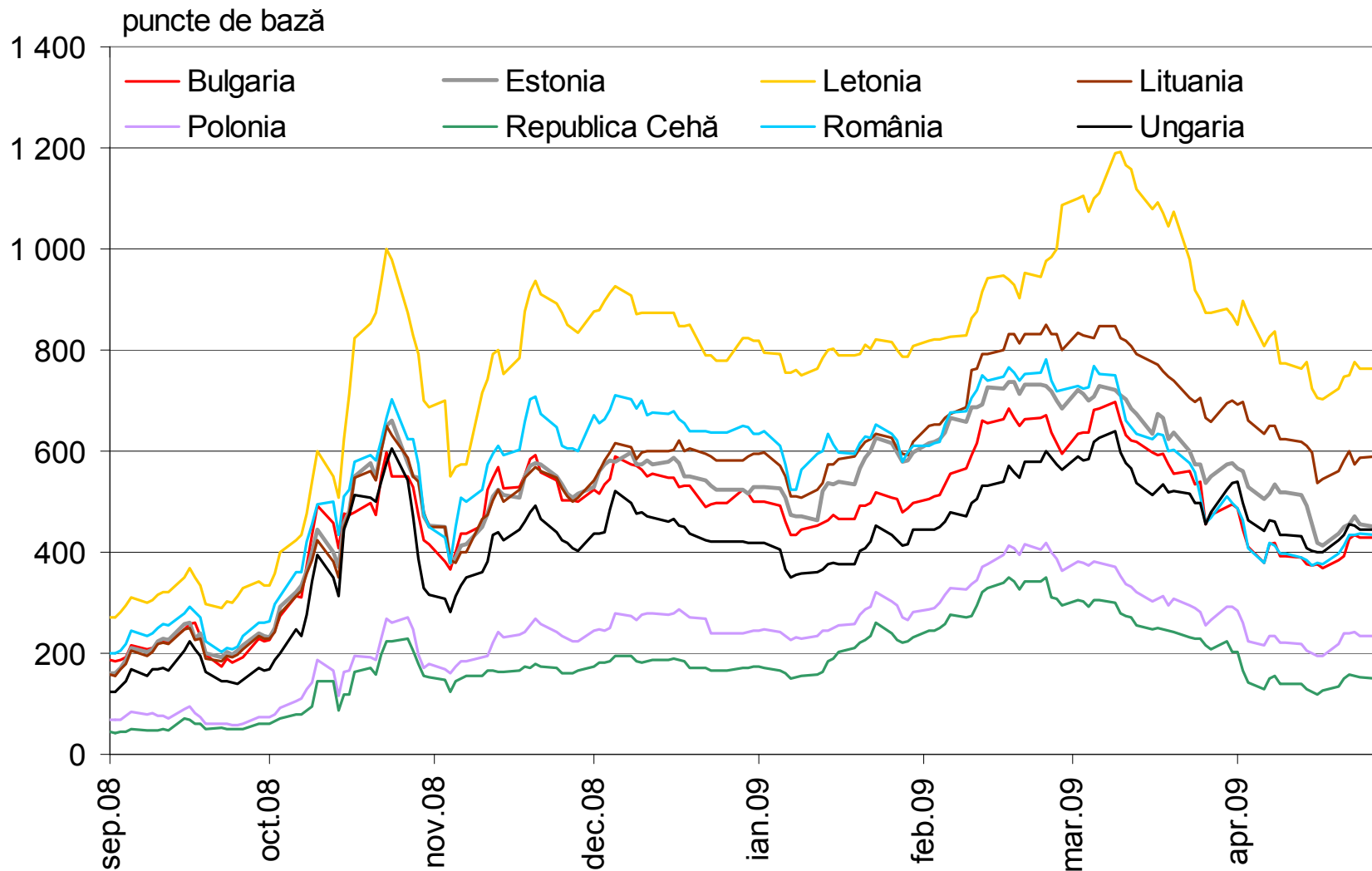
Soluția de echilibru: intrarea în ERM2 în anul 2012

- Îmbină avantajele celor două opțiuni extreme și limitează dezavantajele acestora, realizând o complementaritate între caracterul dezirabil și fezabilitatea traiectoriei propuse
- Asigură o perioadă de ajustare necesară pentru:
 - ✓ Finalizarea celei mai mari părți a reformelor structurale și flexibilizarea în continuare a pieței muncii
 - ✓ Apropierea în mod sustenabil a ratelor anuale ale inflației de nivelurile compatibile cu:
 - Criteriul specific de la Maastricht
 - Definiția stabilității prețurilor adoptată de BCE
 - ✓ Depășirea perioadei de vârf a intrărilor de capital
 - ✓ Sincronizarea ciclului de afaceri al economiei naționale cu cel al zonei euro și realizarea unui progres substanțial al convergenței reale
 - ✓ Crearea *ex ante* a condițiilor pentru ca durata participării la ERM2 să se limiteze la doi ani

Stabilirea duratei perioadei de ajustare

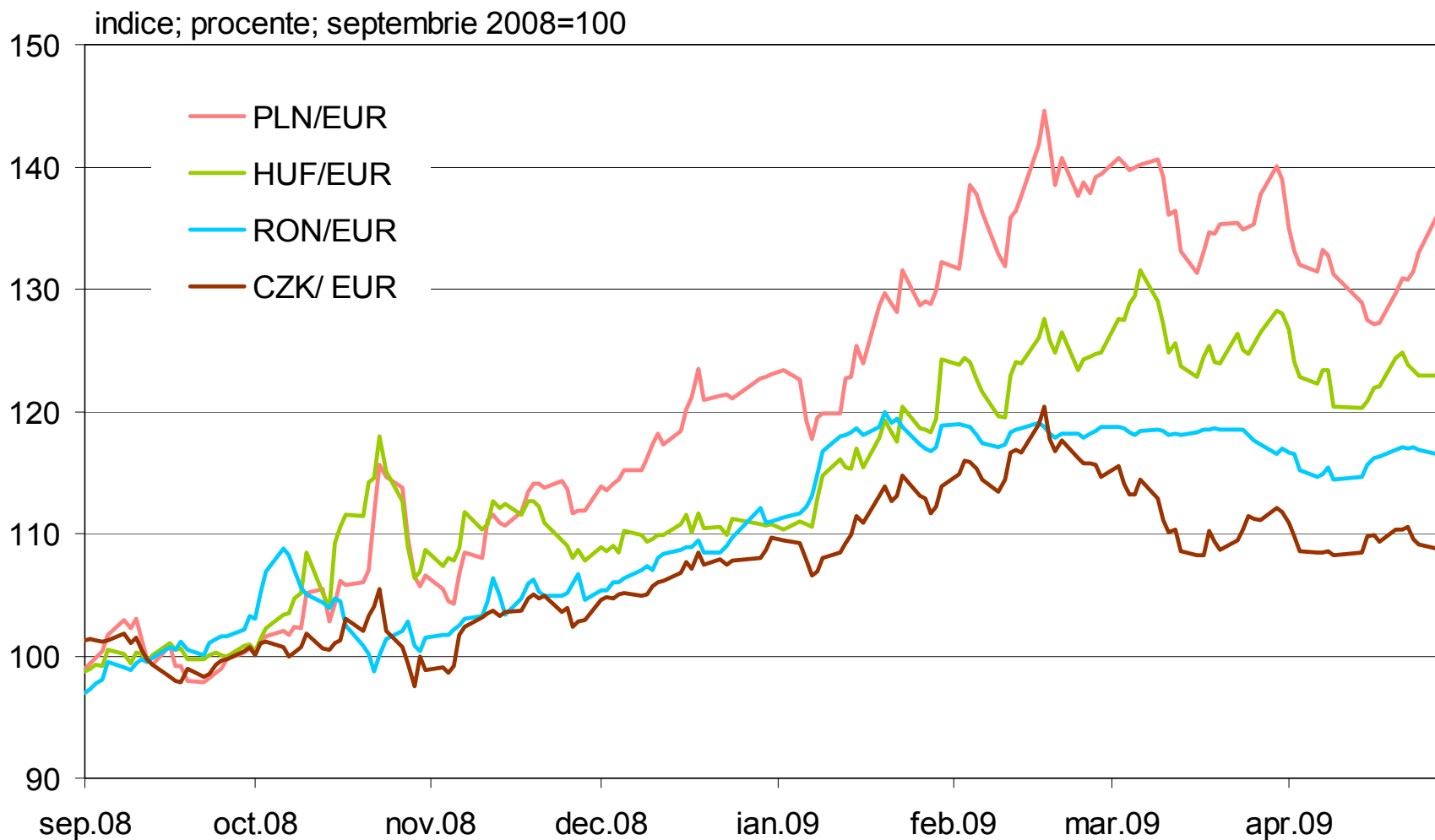
- Durata perioadei de ajustare trebuie să fie în concordanță cu diminuarea relativă a riscurilor de șocuri asimetrice provenite din:
 - ✓ Evoluția rapidă a creditului acordat sectorului privat
 - ✓ Persistența deficitelor ample de cont curent
- Alegerea unei durate relativ ambițioase, dar credibile, a perioadei de ajustare ancorează mai bine anticipațiile inflaționiste și încurajează coerența mixului de politici macroeconomice, contribuind la facilitarea convergenței ratei inflației
- Amânările datelor-țintă de adoptare a euro în unele noi state membre ale UE au fost determinate de neîndeplinirea unora dintre criterii, în special în ceea ce privește situația finanțelor publice și nu de o evaluare schimbată a orizontului optim de intrare în zona euro

Spread-uri CDS pe 5 ani în economii emergente din Europa Centrală și de Est



Sursa: Bloomberg

Cursul de schimb



Sursa: Eurostat

Calendarul adoptării euro

- **Momentul intrării în mecanismul ERM2 este preconizat pentru anul 2012 astfel încât:**
 - ✓ Să ofere flexibilitatea de politică monetară și de curs de schimb (limitată în timp) necesară facilitării continuării procesului de ajustare structurală
 - ✓ Să mențină motivația pentru aplicarea în continuare a reformelor în ritm susținut, cât și pentru consolidarea disciplinei la nivel macroeconomic
 - ✓ Să ofere posibilitatea unei estimări mai precise a cursului de echilibru, după depășirea maximului intrărilor de capital

- **Momentul intrării în ERM2 trebuie să asigure probabilitatea *ex ante* a perioadei minime necesare de rămânere în cadrul acestui mecanism (2 ani), ținându-se seama de următoarele:**
 - ✓ Credibilitatea conferită de etapa finală a procesului (adoptarea monedei euro) și accelerarea ajustării pe durata acestui proces
 - ✓ Posibile fluxuri de capital volatili în contextul unei flexibilități limitate a cursului de schimb în perioada premergătoare intrării în mecanism
 - ✓ Strategia de țintire a inflației, căreia să îi fie clar subordonată evoluția cursului de schimb

- **Momentul adoptării monedei euro este preconizat pentru începutul anului 2015 (decizia UE în 2014)**