

DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Dăianu, Daniel; Kállai, Ella; Mihailovici, Gabriela et al.

Book

România și aderarea la zona euro : întrebarea este, în ce condiții!

Provided in Cooperation with:

European Institute of Romania (EIR), Bucharest

Reference: Dăianu, Daniel/Kállai, Ella et. al. (2016). România și aderarea la zona euro : întrebarea este, în ce condiții!. București : Institutul European din România.

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/153>

Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel (Germany)
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)
<https://www.zbw.eu/>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte. Alle auf diesem Vorblatt angegebenen Informationen einschließlich der Rechteinformationen (z.B. Nennung einer Creative Commons Lizenz) wurden automatisch generiert und müssen durch Nutzer:innen vor einer Nachnutzung sorgfältig überprüft werden. Die Lizenzangaben stammen aus Publikationsmetadaten und können Fehler oder Ungenauigkeiten enthalten.

<https://savearchive.zbw.eu/termsfuse>

Terms of use:

This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence. All information provided on this publication cover sheet, including copyright details (e.g. indication of a Creative Commons license), was automatically generated and must be carefully reviewed by users prior to reuse. The license information is derived from publication metadata and may contain errors or inaccuracies.

România și aderarea la zona euro: întrebarea este, ÎN CE CONDIȚII!

Daniel DĂIANU (coordonator)

Ella KÁLLAI

Gabriela MIHAILOVICI

Aura SOCOL



STUDII DE STRATEGIE ȘI POLITICI - SP05 2016

STUDII DE STRATEGIE ȘI POLITICI SPOS 2016

România și aderarea la zona euro: întrebarea este, ÎN CE CONDIȚII!

Autori:

DANIEL DĂIANU* (coordonator)

ELLA KÁLLAI**

GABRIELA MIHAILOVICI***

AURA SOCOL****

* Membru al Academiei Române, Profesor universitar la Școala Națională de Studii Politice și Administrative, membru în Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României

** Economist șef, Alpha Bank România

*** Consultant strategie, Banca Națională a României

**** Profesor universitar, Academia de Studii Economice

NOTĂ: opiniile exprimate în această lucrare aparțin autorilor și nu implică instituțiile cu care sunt afiliați

BUCUREȘTI, 2016

CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE.....	13
INTRODUCERE.....	15
CAPITOLUL 1 –	
UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ ÎNTRE TEORIE ȘI PRACTICĂ.....	22
1.1. TEORIA ZONELOR MONETARE OPTIME	22
1.2. UNIUNI MONETARE	28
1.3. UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ	30
1.3.1. Costurile și beneficiile aderării la zona optimă euro.....	30
1.3.2. Crearea zonei euro.....	34
1.3.3. Criteriile de la Maastricht de jure și de facto în statele membre	
fondatoare ale zonei euro	35
1.3.3.1. Stabilitatea prețurilor	36
1.3.3.2. Dobânzile pe termen lung.....	37
1.3.3.3. Evoluții fiscale și îndatorarea	39
1.3.4. Convergența reală în statele membre fondatoare ale zonei euro.....	42
1.3.5. Convergența reală în Slovenia și Slovacia	49
1.4. CÂTEVA CONSTATĂRI PRIVIND FUNCȚIONAREA UNIUNII ECONOMICE ȘI MONETARE.....	51
 CAPITOLUL 2 -	
ZONA EURO: REFORME INSTITUȚIONALE ȘI DE POLITICI (POLICIES)	54
2.1. ARHITECTURA ȘI FUNCȚIONAREA UNIUNII ECONOMICE ȘI MONETARE –	
ALTE CONSTATĂRI.....	54
2.1.1. Îndoieli de debut privind Uniunea Economică și Monetară.....	55
2.1.2. Disfuncționalități ale Uniunii Economice și Monetare	58
2.2. LECȚII PRINCIPALE ALE CRIZEI	61
2.3. MANAGEMENTUL CRIZEI	65
2.3.1. Un set de reguli comune în domeniul fiscal-bugetar.....	66
2.3.2. Mecanisme interguvernamentale pentru menținerea stabilității financiare.....	69
2.4. ADAPTAREA BĂNCII CENTRALE EUROPENE LA NOILE REALITĂȚI.....	74
2.4.1. Ajustarea modelului de guvernanță a Băncii Centrale Europene.....	75
2.4.2. Conduita de politică monetară într-o eră cu dobânzi foarte scăzute	77
2.4.3. Implicații ale unei posibile noi crize	83
2.5. SCHIMBĂRI INSTITUȚIONALE – NEVOIA DE REFORMĂ A UNIUNII	
ECONOMICE ȘI MONETARE	87
2.5.1. Integrarea financiară	87
2.5.2. Integrare fiscală?	90
2.5.3. „More or better Europe”?.....	92

CAPITOLUL 3 -

ADOPTAREA EURO ÎN ROMÂNIA - ÎN CE CONDIȚII (CÂND ȘI CUM)..... 95

3.1. CRITERIILE DE CONVERGENȚĂ – BILETUL DE INTRARE ÎN ZONA EURO	96
3.1.1. Convergența reală a României cu zona euro	100
3.1.1.1. Creșterea potențială	101
3.1.1.2. Productivitatea și creșterea economică sănătoasă	104
3.1.1.3. Cum se reflectă creșterea economică în reducerea ratei sărăciei.....	106
3.1.1.4. Convergența prețurilor versus convergența câștigurilor.....	108
3.1.1.5. Competitivitatea și creșterea economică	109
3.1.1.6. Convergența instituțională.....	111
3.1.1.7. Relația dintre deficitele externe și creșterea economică sănătoasă	116
3.1.1.8. Estimarea perioadei de timp necesară pentru realizarea convergenței reale a României cu zona euro	118
3.2. ANALIZA CRITERIILOR DE ADERARE LA ZONA EURO PRIN PRISMA TEORIEI ZONELOR MONETARE OPTIME	120
3.2.1. Sincronizarea ciclurilor de afaceri cu zona euro	120
3.2.1.1. Estimarea ciclurilor de afaceri.....	120
3.2.1.2. Estimarea gradului de sincronizare dintre ciclurile de afaceri	127
3.2.1.3. Corelația încrucișată și gradul de concordanță dintre ciclurile de afaceri..	128
3.2.2. Gradul de deschidere a economiei și integrarea comercială	130
3.2.3. Convergența structurală a statelor membre din Europa Centrală și de Est cu zona euro	131
3.2.4. Flexibilitatea pieței muncii.....	136
3.2.4.1. Mobilitatea internă a forței de muncă.....	141
3.2.4.2. Mobilitatea internațională a forței de muncă.....	141
3.2.4.3. Legislația și fiscalizarea muncii	143
3.2.5. Mobilitatea capitalului (integrarea financiară).....	144
3.2.6. Similaritatea transmisiei politicii monetare.....	146
3.2.6.1. Sistemul financiar	147
3.2.6.2. Poziția financiară a societăților nefinanciare.....	149
3.2.6.3. Poziția financiară a gospodăriilor populației	151
3.2.6.4. Efectele politicii monetare asupra ratelor dobânzilor pentru companii.....	153
și populație.....	153
3.2.6.5. Euroizarea.....	157
3.3. MECANISME DE ABSORBȚIE A ȘOCURILOR.....	162
3.3.1. Reguli versus discreționarism în statele membre din Europa Centrală și de Est	163
3.3.2. Sustenabilitatea finanțelor publice în statele membre din Europa Centrală și de Est	165
3.3.3. Spațiul de manevră al politicii fiscale	167
3.3.4. Sistemul bancar și măsurile prudențiale.....	174

CAPITOLUL 4

CONCLUZII ȘI RECOMANDĂRI.....	177
4.1. CONTEXTUL GLOBAL.....	177
4.2. ZONA EURO ȘI STAREA ECONOMIEI ROMÂNEȘTI	179
4.2.1. Zona euro.....	179
4.2.2. Economia românească.....	180
4.2.3. Riscuri ale aderării timpurii a României la zona euro.....	186
4.3. ELEMENTE PENTRU STRATEGIA DE ADERARE	187
4.3.1. Schița unei strategii de aderare.....	190
4.3.2. Recomandări.....	193
BIBLIOGRAFIE.....	198
ANEXE.....	214

ABREVIERI:

BNR	Banca Națională a României
BCE	Banca Centrală Europeană
BCN membră a SEBC	Bancă centrală națională membră a Sistemului European al Băncilor Centrale
BCN membră a SEBC din ZE	Bancă centrală națională membră a Sistemului European al Băncilor Centrale care a adoptat moneda euro
BCN membră a SEBC din afara zonei euro	Bancă centrală națională membră a Sistemului European al Băncilor Centrale care <i>nu</i> a adoptat moneda euro
BRI	Banca Reglementelor Internaționale
CE	Comisia Europeană
CEE	Comunitatea Economică Europeană
CERS	Comitetul European de Risc Sistemic
ECE	Europa Centrală și de Est
EDIS	Schema Unică de Garantare a Depozitelor
FMI	Fondul Monetar Internațional
FUR	Fondul unic de Rezoluție
MCS	Mecanismul Cursului de Schimb
PDM	Procedura de dezechilibre macro-economice
PSC	Pactul de Stabilitate și Creștere
RST	Recomandări Specifice de Țară
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
SM	State membre ale Uniunii Europene
SME	Sistemul Monetar European
TFUE	Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene
Teoria ZMO	Teoria Zonelor Monetare Optime
UE	Uniunea Europeană
UEM	Uniunea Economică și Monetară
UB	Uniunea Bancară
ZE	Zona euro
ZE11	Zona euro formată din statele membre fondatoare
ZMO	Zone Monetare Optime

LISTĂ ANEXE

CAPITOLUL 1	
Tabel A1.1.	Proceduri de deficit excesiv
Tabel A1.2.	PIB/capita în ZE11, mii euro prețuri curente
Tabel A1.3.	Comerț internațional cu bunuri în ZE11, mld euro
Tabel A1.4.	Expunerea băncilor străine asupra țărilor ZE11, mld euro
CAPITOLUL 3	
Tabel A3.1.	Indicatorii de convergență nominală în 2016
Tabel A3.2.	Deficitul de cont curent în România, % PIB
Tabel A3.3.	Rata șomajului al celor în vârstă de 15-64 ani
Tabel A3.4.	Salariul minim pe economie, % din remunerarea per salariat
Tabel A3.5.	Coeficient de variație a ratei șomajului pentru cei în vârstă de 15-64 ani la nivelul regiunilor NUTS2
Tabel A3.6.	Indicatorii pieței muncii în regiuni după intensitatea migrației 2013
Grafic A3.1.	Piața muncii și migrația în regiuni
Tabel A3.7.	Reglementări pe piața muncii în ECE și în unele state membre ale zonei euro
Tabel A3.8.	Rata de impozitare implicită a muncii
Caseta A.1.	Filtrul Hodrick-Prescott (HP)
GraficA3.2.	Povara fiscală a gospodăriilor populației în regiunile NUTS3 în țările mari din zona euro
Caseta A.2.	Convergența sigma și beta
Tabel A3.9.	Convergența sigma a statelor ECE cu zona euro
Grafic A3.3.	Rata medie anuală de creștere a PIB/locuitor și nivelul inițial de dezvoltare a unor țări europene
Articol	Dezvoltarea economică cere să folosești și “să învingi” piețele!
CAPITOLUL 4	
Grafic A4.1.	PIB/capita în ECE
Grafic A4.2.	Diferențialul dobânzii reale în ECE față de zona euro
Grafic A4.3.	Deschiderea economiilor ECE în 2015
Grafic A4.4.	Cursul de schimb real efectiv și dinamica cotei de piață în exporturile mondiale în ECE
Grafic A4.5.	Ponderea remunerării salariaților în valoarea adăugată brută pe sectoare în 2015

LISTĂ TABELE

CAPITOLUL 1	
Tabel 1.1.	Etapele apariției Uniunii Economice și Monetare
Tabel 1.2.	Dinamica creditului neguvernamental și a prețului proprietăților rezidențiale în ZE11 (ritmuri anuale reale)
Tabel 1.3.	Ritmul mediu anual PIB și deficitul mediu al contului curent, 1999-2013
CAPITOLUL 3	
Tabel 3.1.	Tabloul de bord al principalilor indicatori macroeconomici din PDM
Tabel 3.2.	PIB pe locuitor, UE28=100
Tabel 3.3.	Creșterea PIB potențial (referință anul 2010)
Tabel 3.4.	Trendul TFP
Tabel 3.5.	Productivitatea muncii pe persoană angajată (% , UE28=100)
Tabel 3.6.	Rata de creștere economică în țări selectate UE
Tabel 3.7.	Rata de deprivare materială severă în țări selectate UE
Tabel 3.8.	Coeficientul GINI calculat în funcție de venitul disponibil echivalent în țări selectate UE
Tabel 3.9.	Convergența prețurilor versus convergența salariilor în țări selectate din UE
Tabel 3.10.	Voce și responsabilitate
Tabel 3.11.	Stabilitate politică și absența violenței / terorismului
Tabel 3.12.	Eficiența guvernamentală
Tabel 3.13.	Calitatea reglementării
Tabel 3.14.	Statul de drept
Tabel 3.15.	Controlul corupției
Tabel 3.16.	Rata de absorbție în statele ECE
Tabel 3.17.	Lungimea rețelei de autostrăzi
Tabel 3.18.	Scenarii privind numărul de ani necesari atingerii convergenței reale cu zona euro
Tabel 3.19.	Determinarea varianței prin Metoda Componentelor Principale
Tabel 3.20.	Volatilitatea ciclurilor de afaceri
Tabel 3.21.	Corelația ciclurilor de afaceri cu ZE
Tabel 3.22.	Corelația ciclurilor de afaceri cu ZE utilizând sub-perioade
Tabel 3.23.	Estimarea gradului de sincronizare prin măsuri suplimentare
Tabel 3.24.	Indicatori ai comerțului internațional în statele ECE

Tabel 3.25.	Convergența structurală cu ZE
Tabel 3.26.	Gradul mediu de similaritate structurală a producției economice (NACE6)
Tabel 3.27.	Rata de activitate a grupei de vârstă 15-64 ani
Tabel 3.28.	Investiții străine directe și investiții directe în ECE
Tabel 3.29.	Expunerea băncilor străine în statele ECE, miliarde euro
Tabel 3.30.	Corelații între diferențele lunare în ratele dobânzilor acordate companiilor și populației și diferențele lunare ale ratelor dobânzilor de pe piața interbancară de 3 luni
Tabel 3.31.	Natura politicii fiscale în statele ECE
Tabel 3.32.	Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice în țări selectate UE, 2015
Tabel 3.33.	Ponderea veniturilor bugetare și fiscale (% din PIB)
Tabel 3.34.	Venitul primar și venitul disponibil brut pe locuitor în regiuni NUTS2 în 2013
CAPITOLUL 4	
Tabel 4.1.	Etapele aderării la euro în condițiile în care aderarea la UB se produce înainte de data adoptării monedei euro

LISTĂ GRAFICE

CAPITOLUL 1	
Grafic 1.1.	Neîndeplinirea criteriului stabilității prețurilor în ZE11
Grafic 1.2.	IAPC în ZE11 înainte de criză
Grafic 1.3.	Rata anuală a dobânzii pe termen lung în ZE11
Grafic 1.4.	Dobânda medie reală pe termen lung în ZE11 în perioada 1999-2008
Grafic 1.5.	Bugetul general consolidat în ZE11
Grafic 1.6.	Deficitul bugetar excesiv în ZE11 în perioada 1996-2015
Grafic 1.7.	Datoria publică în ZE11
Grafic 1.8.	PIB/capita în ZE11
Grafic 1.9.	Balanța contului curent în ZE11
Grafic 1.10.	Contul financiar în Portugalia și Spania
Grafic 1.11.	Costul unitar al muncii în ZE11
Grafic 1.12.	Expunerea băncilor străine față de ZE11
Grafic 1.13.	Creditare și creștere economică
Grafic 1.14.	Credit neguvernamental în ZE11
Grafic 1.15.	Convergența reală în Slovenia și Slovacia
Grafic 1.16.	Criteriile de la Maastricht în Slovenia și Slovacia
Grafic 1.17.	Competitivitatea și îndatorarea
CAPITOLUL 2	
Grafic 2.1.	Scăderea ratelor reale în lume în perioada 1980-2015
Grafic 2.2.	Modificări în ratele de economisire și investiție în lume în perioada 1989-2015
CAPITOLUL 3	
Grafic 3.1.	Convergența nominală a statelor membre din ECE
Grafic 3.2.	Evoluția PIB și dezechilibrele din PDM
Grafic 3.3.	Frontiera Tehnologică
Grafic 3.4.	Repartiția PIB după metoda veniturilor – compensarea salariaților (%PIB)
Grafic 3.5.	Indicatori de competitivitate în statele ECE
Grafic 3.6.	Rata de absorbție a fondurilor europene în perioada 2007-2013, % din total sume alocate
Grafic 3.7.	PIB pe resurse; contribuții la ritmul anual
Grafic 3.8.	Contribuții la dinamica anuală a deficitului de cont curent în PIB: sector public și privat

Grafic 3.9.	Contribuții la dinamica anuală a deficitului de cont curent în PIB: economisire și investiții
Grafic 3.10.	Ciclurile de afaceri ale celor mai importante economii ale zonei euro
Grafic 3.11.	Ciclurile de afaceri ale țărilor din periferia zonei euro
Grafic 3.12.	Ciclurile de afaceri în statele ECE
Grafic 3.13.	Rata șomajului și rata de ocupare în statele ECE
Grafic 3.14.	Evoluția PIB și evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.15.	România: evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.16.	Bulgaria: evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.17.	Cehia; evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.18.	Ungaria: evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.19.	Polonia: evoluția remunerării salariaților
Grafic 3.20.	Populația ocupată part-time și populația lucrătorilor pe cont propriu
Grafic 3.21.	Populația ocupată în aceeași regiune și populația ocupată part-time pe regiuni
Grafic 3.22.	Populația rezidentă în alt stat UE
Grafic 3.23.	Distribuția migrației pe regiuni
Grafic 3.24.	Distribuția migranților pe grupe de vârstă
Grafic 3.25.	Fiscalizarea muncii în ECE
Grafic 3.26.	Poziția investițională internațională– pasive și creșterea economică în ECE
Grafic 3.27.	Evoluția activelor și a creditelor bancare
Grafic 3.28.	Expunerea băncilor străine în statele ECE
Grafic 3.29.	Structura activelor nete ale societăților nefinanciare, % PIB
Grafic 3.30.	Contribuția surselor de finanțare la dinamica pasivelor (angajamentelor) în 2015 față de 2008
Grafic 3.31.	Componentele datoriei în raport cu acțiunile emise
Grafic 3.32.	Structura activelor nete ale gospodăriilor populației, % PIB
Grafic 3.33.	Dinamica creditelor acordate gospodăriilor populației
Grafic 3.34.	Structura creanțelor financiare ale gospodăriilor și populației
Grafic 3.35.	Contribuțiile componentelor la dinamica creanțelor populației
Grafic 3.36.	Spread dobânzi credite
Grafic 3.37.	Structura creditelor noi
Grafic 3.38.	Creditele noi de locuințe
Grafic 3.39.	Creditele în euro, volume și dobânzi, în perioada ianuarie 2007 - iulie 2016
Grafic 3.40.	Spread-ul dobânzilor pentru diverse tipuri de credite în statele ECE

Grafic 3.41.	Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen scurt pe baza indicatorului S0 în țări selectate UE, 2015
Grafic 3.42.	Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen mediu pe baza indicatorului S1 în țări selectate UE, 2015
Grafic 3.43.	Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen scurt pe baza indicatorului S2 în țări selectate UE, 2015
Grafic 3.44.	Ponderea economiei subterane în PIB
Grafic 3.45.	Cheltuielile bugetului general
Grafic 3.46.	Cheltuielile bugetare în 2014
Grafic 3.47.	Povara fiscală a gospodăriilor populației în regiunile NUTS3 în ECE
Grafic 3.48.	ROE și ROA în ECE și ZE11
Grafic 3.49.	Rata creditelor neperformante și rata de acoperire a capitalului
Grafic 3.50.	Structura pasivelor
Grafic 3.51.	Raportul credite/depozite
Grafic 3.52.	Active externe nete în statele ECE versus ZE11
Grafic 3.53.	Gradul de euroizare

LISTĂ CASETE

CAPITOLUL 1	
Caseta 1	Proprietățile Zonei Monetare Optime
Caseta 2	Beneficiile și costurile adoptării euro – o sinteză

CUVÂNT ÎNAINTE

Teme importante privind evoluția economică a României au fost abordate adesea în mod unilateral, sau cu superficialitate. Exemple sunt: liberalizarea financiară, factori ce generează creștere economică, rolul capitalului autohton în dezvoltare, „capcana venitului mediu” (*middle income trap*), relația dintre creșterea economică și distribuția veniturilor, fenomenul globalizării, etc. Suferim de ceea ce unul dintre autorii acestui studiu a numit „deficit de analiză”. Considerăm că, și în ceea ce privește aderarea la zona euro, dezbateră publică internă a fost săracă și dominată de clișee, simplificări excesive în dauna analizelor. Nu că nu ar exista analize serioase, dar multe dintre ele au intrat arareori în discuția publică relevantă.

Efect nefast al acestei situații este modul în care aderarea la zona euro a fost tratată în dezbateră publică autohtonă, fără argumentație economică solidă. Poate de aici au rezultat ținte calendaristice ambițioase, dar fără credibilitate. Chiar dacă euro face parte din Proiectul European, ca *proiect politic*, problematica economică a zonei euro are greutate decisivă pentru viabilitatea sa. S-a amintit puțin la noi despre nevoia de convergență reală, chiar și după ce criza zonei euro vorbea cu elocvență în această privință. Tăcere cvasi-mormântală a fost nu numai în discuții din sfera politică (poate și de teama de a nu supăra greii din Uniune) privind viciile de funcționare a zonei euro. Dar, acest mod de a te raporta la realitate conduce la autism, care poate fi sursa unor erori majore de politică economică, de politici publice. De altfel, fuga de realitate este o trăsătură a modului în care nu puțini lideri europeni au tratat rădăcini ale crizelor ce au inundat Uniunea Europeană.

Se uită adesea că, intrarea în zona euro este un proces complex, care nu înseamnă numai că România trebuie să aibă cât mai bine temele făcute acasă, dar deopotrivă, că România trebuie să fie și acceptată de celelalte state membre, iar zona euro să fie suficient de robustă.

România are nevoie de o conversație internă serioasă privind adoptarea monedei euro, care să ajute adoptarea unor decizii politice responsabile. Ipoteza noastră de lucru este că, aderarea la zona euro este necesară, dacă o judecăm ca intrare a României în nucleul principal al Uniunii Europene. Dar aderarea nu se poate face oricum. Aceste gânduri ne-au motivat în demersul întreprins; ne-am bizuit și pe preocupări pe care, fiecare dintre noi, le avem de ani buni privind Uniunea Europeană, criza zonei euro, dinamica economiilor emergente europene. Nu pretindem „să facem gaură în cer”; cu credința că demersul nostru este mai mult decât justificat, cu onestitate intelectuală, supunem atenției publice gânduri referitoare la o temă majoră pentru agenda publică.

Studiul a fost elaborat în perioada iunie-octombrie 2016.

Mulțumim Institutului European din România pentru susținerea acordată.

Mulțumim lui Anca Gălățescu (BNR), Adina Popescu (IMF, Washington DC), Aurelian Dochia (BRD-SoGen), Dan Armeanu (ASE), Dorina Antohi (BNR), Laurian Lungu (Cardiff Business School), Radu Vrânceanu (ESSEC, Paris) și Valentin Lazea (BNR) pentru observațiile făcute.

Mulțumim, totodată, participanților la seminarul organizat de Institutul European din România în data de 19 septembrie 2016, care a reunit și experți din instituții publice centrale cu prerogative de decizie economică.

Desigur, ne asumăm întreaga responsabilitate pentru opiniile exprimate în această analiză. Subliniem că aceste opinii nu angajează instituțiile cu care suntem afiliați.

Noiembrie 2016

INTRODUCERE

Aderarea la zona euro nu trebuie făcută oricum

România este parte a Proiectului European din 2007 în mod oficial. Uniunea Europeană (UE), alături de NATO, este garant al democrației și securității noastre. În condițiile în care Uniunea trece printr-o perioadă istorică foarte complicată, brăzdată de efecte persistente ale crizei financiare, de spectrul unei *stagnări seculare*¹ în lumea industrializată, de criza zonei euro (ZE), de supra-îndatorare publică și privată, de problema imigrației, de tendințe de fragmentare și tensiuni geopolitice, România se dovedește loială construcției europene. Fiindcă Uniunea a ajutat refacerea economică a Europei și a aplanat rivalități istorice pe un continent răvășit de două războaie mondiale și de ideologii totalitare. Iar după 1989, UE a reprezentat un ghid pentru reforme și un magnet pentru reîntoarcerea/reintrarea statelor post-comuniste în lumea democratică. Fără Uniune, istoria urâtă a bătrânului continent poate reveni; dovezi sunt fețe hidoase ale trecutului ce își re-arată colții: curente politice extremiste, manifestări de rasism, șovinism, disonanțe tot mai mari între statele membre, propensiuni identitar-naționaliste duse dincolo de limitele rezonabilului, etc.

Pentru România, este vital ca Proiectul European să nu se destrame; este totodată important ca România, în timp, să se alăture „nucleului dur” economic și politic al UE, admitând că va exista o geometrie variabilă și după Brexit. Această țință strategică la scara istoriei implică aderarea la ZE.

Dar aderarea la ZE, ce este prevăzută în Tratatul de Aderare la UE și în Tratatul de Funcționare a UE (TFUE), trebuie să fie o decizie făcută în mod rațional, având în vedere învățămintele ultimelor decenii și problemele majore cu care se confruntă UE.

Există beneficii ale apartenenței la ZE, între care favorizarea comerțului între economiile statelor membre, reducerea costurilor de tranzacție, eliminarea riscului valutar, avantajul unei monede comune ca „adăpost” în condițiile unor piețe financiare cu mișcări de capital destabilizatoare; aderarea ar putea accentua inserarea în rețele industriale europene de bază, proces favorizat de aderarea la UE. Aderarea ar semnifica și apartenența la primul cerc concentric al Uniunii; ar avea, deci, o dimensiune geopolitică accentuată în lumina incertitudinilor aduse de ultimii ani, inclusiv de rezultatul referendumului din Regatul Unit al Marii Britanii (Brexit) și de tendințele centrifuge puternice în UE. Pe de altă parte, argumentația că această aderare să fie cât

¹ Noțiune pe care Alvin Hansen a folosit-o în 1938 pentru a descrie urmări ale Marii Depresiuni din perioada interbelică și care a fost resuscitată de Summers (2013) într-o prezentare făcută la Jackson Hole (Wyoming).

mai rapidă este de examinat la rece, nu furați de patetism. Și această examinare cere înțelegerea lecțiilor ce se desprind din criza ZE.

Învățămintele ale crizei zonei euro

Intervențiile Băncii Centrale Europene (BCE) au evitat prăbușirea ZE. Dar aceste intervenții nu pot ascunde defecte ale unei construcții incomplete, ce au ieșit la lumină cu virulență după izbucnirea crizei financiare.

Lecții mari ale crizei ZE sunt: ZE nu a asigurat convergență suficientă între statele membre, de aici și dezechilibre mari (decalajul de competitivitate) între Nord și Sud; teza că ZE nu este o arie monetară optimă (cu economii compatibile structural) s-a dovedit corectă și, a reliefat importanța convergenței reale și structurale; ZE nu are încă instrumente de amortizare a șocurilor asimetrice, cum se întâmplă într-o uniune monetară autentică (cum sunt Statele Unite ale Americii (SUA), de pildă, sau Germania, ca stat federal); spațiul de manevră (*policy space*) contează enorm în condițiile unor șocuri adverse puternice, iar ZE permite acum numai devalorizări interne ca proces de corecție, ceea ce este costisitor social și politic.

Mai există un aspect pe care nu ne încumetăm să-l calificăm ca fiind o lecție a crizei ZE, dar care nu poate fi trecut cu vederea; este vorba de ceea ce trei atenți observatori ai mersului UE, al ZE, au numit o *bătălie de idei*: diferența între state membre care pun accentul pe reguli (de exemplu, Germania) și state membre care preferă flexibilitatea, intervenții discreționare în economie (de exemplu, Franța) (Brunnermeier, James și Landau, 2016)². Problema cu această explicație este că pare să subestimeze chestiunea aranjamentelor de mecanisme și de politici într-o uniune monetară.

Pentru a se înțelege mai bine problematica economică a aderării la și a funcționării ZE merită să fie citit cu atenție Raportul celor 5 Președinți (2015). Dincolo de problema convergenței reale, pentru prima dată se vorbește într-un document oficial al UE, în mod clar și direct, despre vicii majore ale construcției uniunii monetare; se evocă, între altele, nevoia de mecanisme comune de stabilizare și a unei trezorerii comune.

Există în dezbaterea internă o linie de gândire care pledează pentru aderarea cât mai rapidă la ZE. Unii se grăbesc să vadă în vizite ale unor oficiali de vârf din Germania și Franța la București și în vizite ale liderilor români la Berlin și Paris semne ale unei șanse istorice, concretizabilă în anii imediați. Există argumente cu conținut economic privind o aderare rapidă. Unul ar fi că numai astfel se poate oferi o noua țință pentru dezvoltarea țării, că în lipsa acesteia nu ar putea fi mobilizate resurse interne. Se face analogie cu intrarea în UE. Dar această asemănare este discutabilă, având în vedere diferențele mari între Uniune și ZE în domeniul regimului de instrumente de politică economică. Pentru numeroși cetățeni români, ZE este o noțiune mult mai vagă decât UE și, nici nu spune multe. Și de ce ar fi mai mobilizatoare pentru cetățeni aderarea la ZE decât un program de dezvoltare care să însemne autostrăzi și drumuri realizate, dezvoltarea infrastructurii în general, mai multe resurse pentru educație și sănătate? Adică, ceea ce trebuie să își propună o strategie de dezvoltare, un proiect de țară. S-ar putea răspunde că, deceniile de tranziție arată că nu ne putem guverna bine, că nu suntem capabili să realizăm proiecte fără „bici” extern. Dar acesta este un mod de a gândi neconvingător, fiindcă o țară nu este primită în ZE pentru

² Ulrike Guerot și Sebastian Duillien au abordat aceeași problemă într-un eseu privind rădăcini ale *Ordnungspolitik* (2014).

a i se aplica “biciul”. În plus se promovează, fie și fără intenție, ideea că suntem în mod congenital incapabili de progres și prin eforturi proprii – ceea ce nu este de acceptat din punct de vedere moral și nici ca raționament cu valoare cognitivă.

Un alt argument ar fi gradul de euroizare - la noi tranzacțiile denominate în euro sunt actualmente sub 45% din total. Ar fi eliminat riscul valutar, care doare pe nu puțini cetățeni. Dar apare o întrebare legitimă, este euroizarea, fie ea semnificativă, determinantă pentru o asemenea opțiune? Când economia este mică și are consiliu monetar (cazul țărilor baltice, care au populație între 1-3 milioane de locuitori), decizia este relativ simplă. Ar fi poate și situația Croației, care are o euroizare ce depășește 90% din tranzacții. Dar, la noi ponderea tranzacțiilor în lei a crescut în mod constant pe fondul scăderii dramatice a inflației și a dobânzilor, ceea ce este de salutat și, taie din tăria argumentului legat de gradul de euroizare. Drept este că, mișcările mari și speculative de capital pot destabiliza o economie mică și pot eroda mult din eficacitatea politicii monetare autonome. Dar nici această trăsătură a economiei globale nu credem că anulează avantajul unei politici monetare și al unei politici de curs de schimb – mai cu seamă când ZE nu are încă aranjamente și mecanisme adecvate de amortizare a șocurilor asimetrice.

În fine, mai este un argument „politic” și un altul „geopolitic”, care privesc simbolistica intrării în ceea ce ar fi nucleul dur al UE, adică ZE. Nu este de ignorat acest argument, dar trebuie pus în balanță cu condițiile unei economii ce încă nu este compatibilă, structural, cu rigorile unei uniuni monetare (și aceasta incompleta acum ca mecanisme). În plus, securitatea hard (militară) se cuvine să fie judecată, în primul rând, prin prisma apartenenței la NATO –chiar dacă se discută, după evenimentul Brexit, de formarea unei forțe de apărare la nivel european.

Aderarea la ZE poate mobiliza resurse, valorifica rezerve de eficiență, încuraja reforme structurale. Dar sunt aspecte importante care privesc funcționarea unei uniuni monetare pe care nu le putem eluda când analizăm aderarea. Două aspecte sunt capitale: a/ dacă România are nevoie de o masă critică de robustețe *ex-ante*; b/ dacă ZE are o funcționare adecvată în momentul de față, care să încurajeze un stat să se alăture (admițând că are acreditare de performanță).

Este nevoie de o masă critică de convergență *ex ante*?

Criteriile nominale nu sunt suficiente pentru aderarea la ZE. Evidența empirică bogată arată că, fără o compatibilitate structurală corespunzătoare, care să aibă corespondent în convergența reală (venit/locuitor) de durată, poziția în ZE este precară și aduce riscuri mari. Aici avem în vedere nu simple ipoteze de lucru, ci fapte concrete, experiențe ale unor economii ce nu au fost bine pregătite la data intrării în ZE (Spania, Portugalia, Grecia, etc.). Că au prevalat considerente politice pentru acceptarea acestor state, este de notorietate. A operat și teza că un proces de convergență va avea loc într-un fel sau altul. S-a produs o creștere a PIB/locuitor raportat la media din ZE în cea mare parte din periferia ZE, dar convergența structurală a fost insuficientă, producându-se dezechilibre majore ce au obligat la corecții de amploare³. Nu întâmplător, în dezbaterile de specialitate se pune accent pe convergența OCA (*optimal currency area convergence*). România are în prezent un PIB/locuitor de cca. 25-26% la cursul de schimb și de 57% din media ZE la paritatea puterii de cumpărare; este puțin și, în plus, economia noastră are

³ Când au intrat în ZE, Portugalia și Spania au avut 53% și 67% din media ZE de atunci, calculată la cursurile de schimb.

de surmontat decalaje structurale mari; România are și discrepanțe regionale interne considerabile. Iar un stat intră în ZE în întregime, nu pe bucăți.

ZE are o mare problemă de eterogenitate și diferențe mari de performanță economică între țări, ceea ce a dus la deficite de plăți externe tot mai mari – fie acestea acoperite în aceeași monedă în interiorul ZE. Așa se explică cum dezechilibre externe majore au condus la crize de datorie suverană după ce guverne au preluat datorii private la datoria publică.

În ZE, așa cum funcționează acum, gama de alegeri pentru administrarea dezechilibrelor se reduce la foarte puțin: la controlul deficitelor bugetare și cvasi-fiscale (acolo unde sunt) în domeniul public și, la eventuale tăieri de salarii și alte venituri, când este cazul. Cum au demonstrat criza ZE și alte episoade de criză (în Asia, de pildă), dezechilibre externe mari sunt cauzate de supra-îndatorarea sectorului privat. Așa s-a petrecut în Spania, Irlanda, chiar Portugalia. Grecia este în atenție prin datoria sa publică foarte mare (chiar după *haircut*), dar necazurile celorlalte țări din ZE sunt legate, în principal, de supra-îndatorarea sectorului privat.

De ce a avut loc supra-îndatorarea externă a sectorului privat? Întrucât, așa cum arată manuale de economie, capitalul curge de unde este economisit către zone unde este „cerut” și, unde, aparent, randamente de fructificare sunt superioare. Acest capital s-a dus prevalent spre sectoarele non-tradeables, conjunctural profitabile, datorită condițiilor de creditare laxe, o piață unică incompletă și o concurență imperfectă, care au permis firmelor să extragă rente excesive. Posibilitatea extragerii de rente afectează negativ dinamica productivității, prin deturnarea capitalului de la utilizări mai productive. Aici este marea problemă a deficitului de convergență reală. Țările menționate mai sus au un stoc de capital/locuitor inferior Nordului și au invitat intrările de capital. Așa s-a întâmplat și în Centrul și Estul Europei, inclusiv în România. Logica mișcărilor de capital este greu de bătut din acest punct de vedere. Aici vedem cum șchioapătă argumentul că nu contează decalajul mare de dezvoltare că, odată intrată o țară în ZE lucrurile se aranjează de la sine, potrivit unei mișcări libere a factorilor de producție. Într-o lume a concurenței perfecte și a egalizării prețurilor factorilor de producție, se poate imagina așa ceva. Dar concurența este imperfectă și dezechilibrele fac parte din realitate. Iar egalizarea prețurilor factorilor din teorie se poate produce pe termen lung și cu grupuri mari de câștigători și perdanți; de aici rezultă reacția negativă puternică față de globalizarea fără limite în spațiul mondial (și în Europa).

Ai zice că, în lumina învățămintelor crizei actuale, soluția este recurgerea la măsuri macro-prudențiale care să restricționeze creditul destinat sectorului privat între anumite limite. Dar operam aici cu mari aproximații și, nu este deloc clar că ar exista eficacitate cu aceste instrumente. Se poate presupune, de asemenea, că noi reguli de guvernare în ZE și în Uniune, în general, ar putea limita dezechilibre în mod decisiv. Dar aceste reguli sunt netestate în mod corespunzător. În plus, nu există politici la nivelul ZE (un *policy stance*), care să atenueze o înclinație deflaționistă pronunțată – rezultatul este un surplus de cont curent al ZE de cca. 3% din PIB⁴, respectiv al Germaniei de 95% din PIB⁵. Tot teoria spune că, în relațiile economice este bine ca ajustările să se facă de ambele părți: surplusurile și deficitele de cont curent să se corecteze, chiar dacă nu simultan. În ZE, aceasta ar însemna ca țările cu spațiu fiscal să stimuleze propriile economii pentru a ajuta cererea agregată din țările ce întreprind corecții macro-economice de anvergură.

⁴ La finalului anului 2015, conform datelor publicate de BCE, disponibile la <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/bop/2016/html/bp160218.en.html>.

⁵ La finalului anului 2015, conform datelor publicate de Eurostat, disponibile la [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Current_and_capital_accounts_relative_to_GDP,_2015_\(%25_of_GDP\)_YB16.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Current_and_capital_accounts_relative_to_GDP,_2015_(%25_of_GDP)_YB16.png).

Deficitul de convergență privește nu numai aspectele evocate mai sus. În țările cu un venit/locuitor considerabil inferior mediei din ZE, este probabil ca diferențialul de inflație să fie semnificativ pozitiv. Aceasta înseamnă că, în timp, dacă nu există câștiguri de productivitate pe măsură, dezechilibre externe cresc. Odată cu intrarea în ZE, gradele de libertate în materie de corecție a dezechilibrelor se reduc. Cu cât diferențele structurale între economii sunt mai mari, cu atât mai nesigură este capacitatea de a reacționa.

România are o economie cu mari disparități între regiuni, cu o pondere a sectorului tradables relativ mică în PIB față de ceea ce consemnăm, de pildă, în Ungaria, sau Polonia. Aceasta înseamnă că, diferențialul de inflație va rămâne înalt pozitiv ani buni de acum înainte. Considerăm că presiunile dezinflaționiste din spațiul global nu vor putea aneantiza acest diferențial de inflație. Una peste alta, teza că nu contează gradul de dezvoltare a unei țări pentru a se alătura ZE pare incorectă. Prezentarea cazurilor Letoniei și Lituaniei are relevanță limitată având în vedere că aceste țări aveau consilii monetare și dimensiune foarte mică. Bulgaria are și ea consiliu monetar, iar Croația este considerabil mai mică ca economie și are un grad de euroizare de peste 90%. Repere economice semnificative pentru noi apreciem că sunt Polonia, Ungaria, Cehia.

Contează cum funcționează zona euro?

Dacă ne gândim la mijloace de amortizare a șocurilor asimetrice (dincolo de stabilizatori automați la nivel național), inevitabil apare legătura cu funcționarea ZE, respectiv cu a doua problemă cheie pentru o discuție serioasă legată de aderare. În pofida unor progrese de reformă instituțională și de politici, ZE are încă deficiențe majore de funcționare. Această stare de fapt este recunoscută de oficiali de vârf din instituțiile europene, din guverne naționale.

ZE este actualmente, îndrăznim să afirmăm, mai mult „*a single currency area*” (o arie cu monedă comună, asemănătoare cu regimul etalonului aur din perioada interbelică). Drept este că s-a eliminat riscul valutar, ceea ce este un avantaj indiscutabil. Și, tot adevărat este că, ZE poate ajuta o economie să se protejeze de mișcări de capital destabilizatoare. Cum afirma Helene Rey, trilema politicii macro-economice⁶ într-o economie deschisă se transformă într-o dilemă: o politică monetară care dorește să aibă un grad de autonomie are nevoie de control administrativ asupra mișcărilor de capital, ceea ce este dificil atunci când centre mari de politică monetară (cum este FED-ul, sau BCE) nu țin cont de externalitățile propriilor decizii de politică monetară. Dar și acest argument nu este, în opinia noastră, decisiv în a legitima ignorarea slăbiciunilor de funcționare a ZE. Și noi considerăm că Mecanismul European pentru Stabilitate (MES), Uniunea Bancară (UB) și alte instrumente introduse după izbucnirea crizei ZE, nu au reușit să rezolve probleme de fond; de aceea sunt necesare reforme suplimentare.

Spațiul de manevră (*policy space*) contează foarte mult pentru o economie care are încă rigidități importante și care are nevoie de reforme structurale majore. Un argument ar putea să liniștească apele, din punct de vedere al funcționării ZE, și anume: dacă integrarea fiscală și politica (instituțională) ar fi adâncă și ar permite transferuri de resurse care să facă irelevante dezechilibre între statele membre ale ZE (să amintim ce resurse au fost transferate din landurile vestice către cele estice după reunificarea Germaniei). Dar, o asemenea ipoteză este o fantezie în

⁶ Imposibilitatea simultaneității politicii monetare autonome, mișcării libere de capital și un curs de schimb relativ stabil.

condițiile actuale. Nici măcar Raportul celor 5 Președinți (2015), care vorbește de o trezorerie comună în viitor și de o „capacitate fiscală”⁷ nu merge atât de departe.

Statele membre trebuie să își onoreze datoriile, mai devreme sau târziu. Dacă alocarea capitalului ar fi asociată cu adoptarea de tehnologii noi și cu creșteri de productivitate, ar fi în ordine. Dar piețele nu sunt întotdeauna competitive, iar prețurile pot fi masiv distorsionate – precum în sectorul non-tradables (deși, este posibil ca odată cu avansul tehnologiei sectorul tradables să se lărgască, înglobând parte a sectorului non-tradables de azi). Este de repetat, dacă dezechilibrele ar fi limitate în ZE de noi reguli și mecanisme, decalaje importante de dezvoltare ar putea slăbi ca argument potrivit aderării, dar am lucra, în acest caz, cu o ipoteză nerealistă.

Pe acest fir ajungem la situația în care avem de găsit o cale optimă între atingerea unei mase critice de convergență structurală și reală *ex ante*, mizând totodată pe reforme înfăptuite în ZE, care să o facă mai funcțională; 2019 este prea aproape din acest punct de vedere. Nu este, considerăm, o țintă credibilă nici pentru principalii noștri interlocutori europeni. Trebuie spus că, România ar intra în ZE dacă este acceptată, nu pur și simplu pentru că așa se vrea la București. Se poate, însă, adera la UB înainte de aderarea la ZE, având în vedere integrarea cu piețele financiare din UE, prezența masivă a unor grupuri bancare europene în România și colaborarea strânsă a instituțiilor specializate autohtone (BNR, ASF) cu instituțiile europene în cadrul Sistemului European al Băncilor Centrale (SEBC) și a cadrului instituțional dat de noua arhitectură de reglementare și supraveghere a piețelor financiare (Autoritatea Bancară Europeană/EBA, Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe/ESMA, Autoritatea Europeană pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale/EIOPA, Comitetul European de Risc Sistemic/ESRB).

Este nevoie de reforme structurale profunde, de o creștere economică bazată pe câștiguri de productivitate – ceea ce înseamnă mai multe investiții publice și private, inovație tehnologică. Sunt necesare bunuri publice esențiale (infrastructura de bază, educație, sănătate) finanțate cu un nivel adecvat de venituri fiscale (nu cu cifra de 27-28% din PIB ca acum, în timp ce media din ZE este de cca. 40%). Este nevoie de realizarea unui model de creștere care să valorifice mai bine resursele interne, care să construiască avantaje competitive, care să fie capabil să învingă „capcana venitului mediu” (*middle income trap*). Cum ar suna ținta de aderare la ZE peste numai câțiva ani, când ne amenință un derapaj bugetar (să avem în vedere și aplicarea legii salarizării unitare) și, când riscăm inversarea consolidării fiscale din ultimii ani?

Un proiect de țară, ca efort complex de reforme și construcție economică poate fi un *alter ego* al aderării la ZE și, poate fi încununat de un asemenea deznodământ. Aderarea la ZE nu se poate face însă oricum, fără să înțelegi ce se întâmplă în ZE, în economia globală.

Cercetarea noastră este structurată în patru părți.

Prima parte sintetizează instrumentarul teoretic de analiză a uniunilor monetare. De la teoria clasică a zonelor monetare optime (ZMO) până la teoriile recente – teoria endogenității, teoria specializării, dilema versus trilema imposibilă, ș.a.m.d.. Tot în prima parte sunt prezentate câteva evidențe empirice privind funcționarea ZE și sunt făcute unele constatări.

⁷ Utilizăm conceptul de „capacitate fiscală” așa cum apare în documentele europene („fiscal capacity”), însă sensul este mai degrabă către o „capacitate bugetară”.

A doua parte reia constatări din prima parte, învățăminte privind funcționarea ZE, care a trecut prin mai multe etape de dezvoltare și consolidare, de la entuziasmul lansării, cu îndoieli validate empiric și până la demersuri de reformă. Sunt analizate reformele inițiate în ceea ce privește arhitectura instituțională a Uniunii Economice și Monetare (UEM), mecanismele de bază și guvernanta ZE; este examinat și sindromul dobânzilor ultra mici în lumea industrializată, care afectează politicile economice și starea economiilor.

A treia parte se ocupă de riscuri versus beneficii ale aderării la ZE pentru România; se face o analiză comparativă a stării economice a României; secvența temporală de adoptare a euro este discutată din mai multe perspective. Plecând de la lecțiile ZE, dar și de la experiența țărilor din Europa Centrală și de Est care au intrat deja în ZE, se are în vedere o schiță de strategie de aderare a României la ZE. Între sub-temele abordate sunt: cadrul juridic formal (Tratatul de la Maastricht/TFUE, Tratatul Fiscal, Tablou de bord); cadrul informal, care s-a dovedit a avea o importanță covârșitoare în balanța costuri-beneficii a trecerii la ZE; convergența reală versus convergența structurală; gradul de integrare a României cu ZE; gradul de sincronizare a ciclului de afaceri al României cu ZE; implicații ale euroizării economiei românești asupra eficienței politicii monetare naționale; mecanisme alternative de ajustare a economiei românești necesare ca urmare a pierderii independenței politicii monetare naționale.

Partea ultimă vine cu o serie de concluzii și recomandări care pot fi puse în relație cu strategia *România Competitivă*.

CAPITOLUL 1 –

UNIUNEA ECONOMICĂ ȘI MONETARĂ ÎNTRE TEORIE ȘI PRACTICĂ

Euro este întruchiparea unui proiect cu o dimensiune politică proeminentă. De aceea, probabil, s-a format UEM, chiar dacă nu a urmat recomandări de bază ale teoriei ZMO și, nici lecții pe care alte uniuni monetare le-au oferit de-a lungul istoriei pentru a-și asigura durabilitatea. Totodată, funcționarea ZE în primii 15 ani de existență a arătat că, în majoritate, condițiile pe care creatorii UEM le-au impus spre respectare candidaților la adoptarea monedei unice au fost încălcate periodic de statele membre fondatoare (pe scurt, ZE11). Țările care au avut un decalaj mare de venituri față de media grupului la momentul aderării au avut cele mai mari dificultăți pe parcurs.

Capitolul este structurat în patru părți. *Prima parte* discută teoria ZMO *a doua parte* analizează evoluția uniunii monetare din SUA, Germania și Canada înainte de intrarea în ZE, *a treia parte* descrie succint etapele creării UEM și, prezintă pe larg modul în care a evoluat ZE11 după adoptarea monedei unice, iar *ultima parte* detaliază lecții principale care se desprind din primii 15 ani de funcționare a UEM.

1.1. Teoria zonelor monetare optime

Prezentarea se concentrează pe viziunea celor care au dezvoltat teoria ZMO în anii '60 și, pe modul în care a evoluat această teorie în pas cu integrarea financiară. Meritul creatorilor teoriei ZMO a constat în punerea în evidență a proprietăților ZMO, ce sunt și azi dezbătute (Caseta 1). Teoria ZMO s-a născut din dezbaterile asupra oportunității unui curs de schimb fix sau flexibil. Mundell (1961) a fost primul care a utilizat termenul ZMO, clarificând circumstanțele în care o regiune sau o țară ar beneficia de aderarea la o uniune monetară. Avantajul aderării la o uniune monetară, constând din minimizarea costurilor de tranzacție, venea cu dezavantajul renunțării la cursul de schimb al monedei naționale, ca instrument de politică economică. Materializarea costurilor și modul în care acestea puteau fi atenuate au fost arătate în condițiile unor ipoteze simplificatoare, folosite în mod curent la începutul anilor '60. Prima ipoteză era cea a rigidității prețurilor și a salariilor, acestea fiind fixate în raport cu moneda națională, astfel încât o schimbare a cursului nominal s-ar fi transpus într-o schimbare a cursului real. A doua ipoteză se referea la imobilitatea capitalului astfel că adoptarea unui curs fix nu împiedica politica monetară independentă, conform principiului imposibilei trileme. Conform celei de a treia ipoteze, țările erau supuse efectelor a două tipuri de șocuri asimetrice pe partea cererii: șocuri de amplitudine (cu efect asupra volumului de consum sau investiții) și, șocuri de structură (cu efect asupra schimbării raportului de cerere între produsele autohtone și produsele din import).

Caseta 1: Proprietățile Zonei Monetare Optime

a. Mobilitatea forței de muncă. Problema asimetriei șocurilor se poate rezolva dacă mobilitatea factorilor de producție între țările componente ale zonei monetare are un nivel ridicat. De exemplu, în cazul creșterii deficitului comercial, o țară care nu poate să-și deprecieze moneda, nu se va confrunta cu o creștere a ratei șomajului, piața muncii fiind suficient de mobilă astfel încât șomerii să se deplaseze către alte țări. Mobilitatea factorilor de producție permite realocarea lor în cadrul unei zone de liber schimb și o mai bună eficiență pe ansamblul zonei. Să nu uităm însă că mobilitatea este destul de redusă pe termen scurt, iar efectele sale apar în timp. Mobilitatea capitalului productiv depinde de modul în care investițiile directe pot fi generate de o țară și absorbite de alta. Mobilitatea forței de muncă depinde de mărimea costurilor de migrare sau reconversie profesională. Pe măsură ce barierele din calea mobilității factorilor de producție sunt depășite realocarea geografică sau ocupațională a factorilor de producție poate sprijini ajustarea la șocuri permanente.

b. Flexibilitatea prețurilor și salariilor. Flexibilitatea acestora va reduce necesitatea practicării unor cursuri de schimb flexibile. Dacă prețurile și salariile sunt flexibile între și în interiorul țărilor care doresc o monedă unică, atunci ajustarea care urmează unui șoc este puțin probabil că va duce la șomaj într-o țară și/sau inflație în alta. În cazul contrar, dacă salariile și prețurile sunt rigide, o oarecare flexibilitate în termeni reali se poate obține prin ajustarea cursului de schimb. În acest caz pierderea controlului asupra cursului de schimb reprezintă un cost.

c. Gradul de deschidere a economiei și mărimea țării. Cu cât este mai mare deschiderea economiei cu atât prețurile bunurilor comercializabile au o pondere mai mare în determinarea prețurilor interne, iar câștigul de competitivitate ce s-ar obține prin devalorizarea monedei s-ar pierde prin creșterea prețurilor. Astfel, cursul este un instrument mai puțin util de ajustare. Gradul de deschidere a economiei trebuie evaluată pe multiple paliere: gradul de deschidere a țării la comerțul internațional față de restul lumii, față de țările din zona monetară la care se dorește aderarea, ponderea bunurilor comercializabile, necomercializabile și serviciilor în consum și producție, înclinația marginală spre import.

d. Diversificarea producției și consumului. Țările în care consumul și producția sunt diversificate impactul șocului unui anumit sector este mult redus. În această situație, sunt puține riscuri să apară șocuri asimetrice; dacă totuși apar, ar trebui să fie reduse ca amploare.

e. Similaritatea ratelor inflației. Diferențe persistente între ratele de inflație naționale rezultate din diferențe structurale din piața muncii, de politici economice, de preferințe sociale pot determina dezechilibre externe. Rate ale inflației similare (și reduse) asigură stabilizarea schimburilor comerciale, ceea ce susține echilibrul contului curent și reduce rolul cursului de schimb (Fleming, 1971).

f. Integrarea fiscală. Țările care dețin un sistem supranațional de transfer fiscal prin care redistribuie fonduri către țări membre afectate de șocuri asimetrice ar avea mai puțină nevoie de ajustări de curs. Această proprietate presupune un grad avansat de integrare politică și voința de partajare a riscului. Un substitut al acestei proprietăți ar putea fi stabilitatea fiscală introdusă prin criteriile de la Maastricht și întărită prin Pactul de Stabilitate și Creștere, dacă s-ar aplica în mod riguros atât prin palierul de prevenire cât și prin palierul de corecție.

g. Integrarea piețelor financiare. Integrarea piețelor financiare reduce nevoia ajustărilor de curs de schimb permițând amortizarea temporară a șocurilor prin intrările de capital. Un grad ridicat de integrare a piețelor financiare poate face ca și cele mai mici modificări ale ratelor dobânzii să echilibreze mișcarea capitalurilor între țările partenere, iar în final să ducă la reducerea diferențelor ratelor dobânzii pe termen lung. Pe de altă parte integrarea financiară poate fi și destabilizatoare în cazul mișcărilor masive de capitaluri (sudden stop). Ciclurile financiare globale sunt cele care determină mai degrabă mișcările de capital și împreună cu acestea evoluția creditelor și prețurilor activelor din țările cu intrări de capital masive și ca atare acestea nu sunt aliniate cu condițiile macroeconomice specifice unei țări ci mai degrabă cu politica monetară a marilor centre financiare. Astfel ciclul financiar constrânge politicile monetare naționale indiferent de regimul cursului de schimb, iar aderarea la o zona monetară nu ar însemna o pierdere suplimentară în ceea ce privește politica monetară, care oricum a fost pierdută dacă ex ante țara avea contul de capital liberalizat.

h. Integrarea politică. Voința politică este cea care asigură conformarea la angajamente comune, susține cooperarea în domeniul politicilor economice și încurajează o mai bună corelare instituțională. Voința

politică de integrare este văzută de unii economiști ca fiind cea mai importantă condiție pentru adoptarea unei monede unice, istoria uniunilor monetare arătând că acestea au fost precedate de uniuni politice. Succesul unei uniuni monetare depinde de compatibilitatea preferințelor pentru creștere economică, stabilitatea prețurilor sau ocupare, precum și de abilitatea de a realiza compromisul între aceste obiective. În condițiile în care nu există consensul politic pentru obiective comune de politică economică, uniunea monetară ar avea de suferit.

Sursa: Socol. A., 2009

În aceste condiții, Mundell și-a expus teoria pe modelul unei uniuni monetare formată din două economii deschise Est și Vest, specializate în producerea unui bun comercializabil și, caracterizate inițial prin echilibru intern și extern. Apoi țara din Est este confruntată cu un șoc de structură de durată ce determină o cerere mai mare pentru produsele din Est și, o cerere mai mică pentru produsele din Vest. Acest șoc determină creșterea producției, inflație și excedent al contului curent în Est, scăderea producției și șomaj în Vest. În lipsa posibilității aprecierii reale a monedei din Est, mobilitatea factorului muncă ar putea restabili echilibrul de cont curent. Când forța de muncă migrează de la Vest la Est, cererea acestuia pentru produsele din Vest este externalizată și devine o parte din importurile din Est, iar cererea lor pentru produsele din Est devine cerere internă, reducând nevoia de importuri în Vest.

Mundell concluzionează că mobilitatea geografică a forței de muncă elimină nevoia cursului de schimb flexibil. Grupul de țări caracterizat prin mobilitatea transfrontalieră a forței de muncă ar defini o ZMO. Aceste țări ar putea adopta în siguranță cursuri fixe și irevocabile între monedele lor naționale. În cazul în care există bariere în calea mobilității transfrontaliere a factorului muncă în cadrul grupului de țări considerat, atunci politica monetară unică a grupului s-ar confrunța cu o dilemă. Dacă politica monetară ar urmări stabilitatea prețurilor în Est, atunci aceasta ar agrava recesiunea în Vest; dacă ar urmări rezolvarea recesiunii din Vest, atunci ar produce inflație în Est. În aceste condiții, cele două țări ar fi într-o situație mai bună dacă ar avea curs flexibil.

În cazul prețurilor flexibile, McKinnon (1963) susținea că, un curs flexibil devine un instrument de reechilibrare a contului curent mai puțin eficient și mai dăunător stabilității prețurilor interne, deoarece schimbările de curs sunt contrabalansate de schimbările de preț, fără schimbarea cursului de schimb real de care ar fi fost nevoie pentru rebalansarea contului curent. Situația se schimbă atunci când țările produc atât bunuri comercializabile cât și bunuri necomercializabile și, acestea din urmă au o pondere ridicată, adică în cazul țărilor cu un grad mai mic de deschidere. În acest caz, cursul flexibil necesar pentru alterarea prețului produselor comercializabile are un efect redus asupra prețurilor interne, ponderea produselor necomercializabile fiind ridicată.

Dacă Mundell s-a referit la importanța mobilității geografice a forței de muncă, McKinnon subliniază importanța mobilității intersectoriale argumentând că, dacă cererea pentru produsul țării din Vest scade și cererea pentru produsul țării din Est crește, atunci productivitatea marginală a factorilor de producție scade în țara din Vest și, crește în țara din Est. Dacă pentru țara din Vest este fezabilă producerea produsului din țara din Est, atunci nevoia mobilității factorilor de producție nu este mare, în caz contrar mobilitatea factorilor de producție este indispensabilă pentru evitarea scăderii veniturilor în țara din Vest, iar o politică orientată către îmbunătățirea mobilității ar fi optimă în cadrul uniunii monetare. Acest argument este valabil în special pentru țările mici care, în loc să încerce dezvoltarea de industrii în care economiile de scală sunt mari, ar trebui să stimuleze mobilitatea pentru creșterea eficienței utilizării factorilor de producție.

Kenen (1969) a argumentat că diversificarea industrială ar contribui la optimalitatea uniunii monetare, deoarece ar reduce efectele macro-economice ale șocurilor structurale, considerate a fi cea mai mare amenințare la viabilitatea unei uniuni monetare. O economie bine diversificată are și un export diversificat. Fiecare industrie poate să sufere șocuri, iar dacă șocurile sunt necorelate efectul asupra întregii economii ar fi mai redus și economia ar fi mai stabilă și nu ar avea nevoie de schimbări frecvente ale cursului de schimb real, precum o economie mono-industrială. În

consecință, economiile bine diversificate pot să tolereze costul abandonării flexibilității cursului de schimb. Kenen a susținut că uniunea monetară ar trebui să fie acompaniată de o uniune fiscală, dând ca exemplu sistemul de impozitare al SUA pe baza veniturilor care amortizează efectele șocurilor structurale deoarece în mod automat se recurge la transferuri fiscale din regiunile prospere către regiunile lovite de criză. Această metodă de amortizare a efectelor șocurilor este superioară metodelor de stabilizare discreționare la nivel regional. Transferurile inter-regionale prin sistemul fiscal federal nu au efecte mari asupra poziției fiscale a guvernului federal și, deci, nu determină schimbări semnificative în datoria guvernamentală. În schimb, dacă regiunile sau statele ar trebui să urmeze o politică fiscală anti-ciclică, regiunile lovite de criză s-ar putea afla în imposibilitatea de a se împrumuta în cazul unor șocuri de durată.

Mai târziu, Kenen (2003) atenționa cu privire la efectele șocurilor de amplitudine asupra cererii într-o uniune monetară în condițiile mobilității capitalului care restricționa politica monetară, fie a țării dominante precum a fost Germania în Sistemul Monetar European (SME), fie a unei instituții supra-naționale precum Banca Centrală Europeană (BCE) din UEM. În primul caz, un șoc, care mărea amplitudinea cererii în țara dominantă (Germania) a cărei politică monetară urmărea stabilitatea prețurilor în propria țară, era urmat de o înăsprire a politicii monetare, care reducea cererea și în țările membre ale SME, în timp ce un șoc, care mărea amplitudinea cererii într-o țară membră a SME și afecta mai puțin cererea din țara dominantă, era urmat de o înăsprire a politicii monetare insuficientă pentru stabilizarea cererii în acea țară membră a SME. În cel de-al doilea caz, unde politica monetară a instituției supra-naționale urmărește stabilizarea prețurilor în întreaga uniune, de exemplu prin stabilizarea cererii agregate din uniune, răspunsul politicii monetare la un șoc de amplitudine într-o țară membră a uniunii va fi insuficient pentru acea țară, și va fi prea mult pentru restul uniunii.

Efectul cumulat al șocului de amplitudine și al răspunsului de politică monetară ar echivala cu efectul unui șoc structural, de tipul celui analizat de Mundell. Cu alte cuvinte o politică monetară unică a unei bănci centrale supra-naționale nu va fi niciodată potrivită nevoilor tuturor membrilor uniunii, care sunt supuși unor șocuri diferite de amplitudine. Totuși regimul supra-național de politică monetară din UEM este superior regimului de politică monetară din SME, deoarece prima are o politică monetară ce corespunde condițiilor agregate ale uniunii, în timp ce politica monetară a țării dominante corespunde condițiilor din aria sa națională. O uniune fiscală ar putea compensa insuficiența politicii monetare unice, argumentul fiind că un comportament fiscal anti-ciclic al guvernelor naționale nu are suficientă forță stimulatorie pentru cerere, deoarece actorii economici, anticipând nevoia creșterii viitoare a impozitelor, și-ar reduce cheltuielile anulând efectul cheltuielilor publice bazate pe deficit. Faptul că utilizarea instrumentului fiscal azi constrânge utilizarea lui în viitor a fost subliniat de de Grauwe (2007). Dellas și Tavlas (2010) au arătat că o țară membră a unei uniuni monetare cu deficite fiscale mari și cu datoria publică în raport cu PIB mare poate crea efecte negative pentru restul uniunii, prin creșterea dobânzilor și, implicit, a poverii finanțării datoriei guvernamentale. Această situație ar putea impune mecanisme de control în cadrul uniunii, precum reguli fiscale care să restricționeze dimensiunea deficitelor și datoriei.

În anii '70, când voința politică pentru crearea UEM s-a consolidat, dezbaterile cu privire la adecvarea politicii monetare unice asupra unui grup divers de state europene s-a reaprins. Cei care se îndoiau și se opuneau UEM foloseau argumentele lui Mundell din 1961. Între timp, Mundell devine un susținător al creării UEM. Prin prisma faptului că piața valutară este o piață anticipativă, Mundell (1973a), pe baza unui model ce includea bani și resurse naturale, a argumentat că o monedă comună poate reduce efectele șocurilor prin diversificarea portofoliilor. O țară afectată de un șoc advers poate împărți pierderea cu un partener comercial, deoarece ambii dețin creanțe asupra celuilalt într-o monedă comună. În schimb, o țară cu un curs flexibil, fără un portofoliu diversificat, afectat de un șoc advers prin deprecierea monedei, poate ajunge în situația ca activele sale în monedă proprie să valoreze mai puțin pe piața globală.

Dacă Mundell avea dreptate, atunci câștigurile din împărțirea riscului printr-o monedă comună ar fi trebuit să se evidențieze printr-o reducere a marjei de risc în dobânzile țărilor participante la uniunea monetară. Într-adevăr, în ajunul adoptării euro în ianuarie 1999, a avut loc o convergență a ratelor dobânzilor țărilor din ZE către valori mai mici decât în trecut (criza financiară a arătat că piețele au fost de-a dreptul mioape în această privință). În a doua argumentație în favoarea monedei unice Mundell (1973b) pornea de la afirmația că, singura cale de a obține o piață monetară unificată în Europa este eliminarea speculațiilor sporadice asupra prețurilor monedelor. De asemenea, a arătat că argumentele economice ce favorizează mai puțină flexibilitate de curs și mai multă integrare a piețelor de capital în Europa sunt întărite de argumente sociale.

Atunci când apare riscul unei greve ce ar putea duce la creșteri salariale nejustificate de creșterea productivității, moneda națională este amenințată de devalorizare. Iar guvernele tind să tolereze costurile pe termen lung în schimbul beneficiului politic pe termen scurt. Dacă monedele ar fi legate între ele, perturbările din țară ar fi amortizate, iar efectul șocului redus prin mișcări de capital. Viața a arătat că abordarea inițială a lui Mundell este cea realistă; o uniune monetară are nevoie de compatibilitate structurală între economii, are nevoie de instrumente de amortizare a șocurilor asimetrice.

În condițiile financializării crescânde a economiilor și a integrării financiare globale cursul răspunde mai degrabă la șocurile legate de apetitul de risc al intermediarilor financiari și nu la șocurile tradiționale ale cererii și ofertei și de aceea cursul de schimb este determinat de fluxurile de capital și rareori acționează ca absorbant de șocuri pentru economia reală (Gabaix și Maggiori, 2015). Cursul de schimb poate contribui la ciclul financiar global prin reducerea percepției asupra riscului de credit în țările în care intră capital, ca apoi să grăbească criza când fluxurile de capital se inversează și riscul de credit erupe (Bruno și Shin, 2015; Brunnermeier și Sannikov, 2015). Avem aici un argument puternic pentru măsuri macro-prudențiale. Este de remarcat aici că, mult timp, paradigma dominantă (a piețelor perfecte–Eugene Fama) și, recomandările de politici făcute de instituțiile financiare internaționale (inclusive de către FMI) au pledat pentru liberalizare financiară completă, pentru renunțarea la controlul asupra mișcărilor de capital. În România, o viziune potrivnică liberalizării financiare premature au oferit Dăianu și Vrâncianu (2002).

Există dovezi empirice care par să ateste că ciclul financiar global slăbește foarte mult eficacitatea unei politici monetare autonome în condițiile mișcării libere a capitalurilor (Rey, 2015). Ciclurile financiare globale sunt cele care determină mai degrabă mișcările de capital, care la rândul lor determină evoluția creditelor și prețurilor activelor. Ca atare, acestea din urmă nu sunt, adesea, aliniate cu condițiile macroeconomice specifice unei țări ci mai degrabă cu politica monetară a marilor centre financiare. Astfel ciclul financiar constrânge politicile monetare naționale indiferent de regimul cursului de schimb, mai ales dacă nu există instrumente macro-prudențiale adecvate.

Dar argumentul că aderarea la o zonă monetară nu ar însemna o pierdere suplimentară în ceea ce privește politica monetară, care oricum a fost pierdută dacă ex ante țara avea contul de capital liberalizat, este excesiv de tare dacă avem în vedere că: sunt situații limită când este nevoie de ajustare prin curs de schimb și politică monetară autonomă; cu cât gradul de euroizare este mai scăzut, cu atât politica monetară este mai potentă; se poate recurge la instrumente macro-prudențiale, care sunt un eufemism pentru mijloace de control al mișcărilor de capital; și, nu în cele din urmă, a intra într-o zonă cu monedă unică fără a avea competitivitate structurală este o cvasi-sinucidere economică.

Percepția ciclurilor financiare globale a repus în discuție controlul fluxurilor de capital în special în țările emergente. Utilizarea restricțiilor asupra contului de capital atunci când fluxurile de capital conduc la supra-îndatorare și vulnerabilitate financiară pare a fi o politică de maximizare a bunăstării. Inclusiv FMI (2012) și-a revizuit viziunea asupra controlului de capital. Această nouă

abordare oferă un spațiu de manevră amplu măsurilor macro-prudențiale de administrare a fluxurilor de capital (Ostry și alții, 2010).

Studierea în dinamică a proprietăților ZMO a generat două paradigme cu implicații diferite. Prima paradigmă este ipoteza specializării lui Krugman (1993), pe baza experienței SUA din secolul trecut; aceasta spune că țările care devin mai integrate (deschiderea economiilor crește) se specializează în producerea acelor bunuri și servicii pentru care au avantaj comparativ. Membrii unei uniuni monetare devin mai puțin diversificați și mai vulnerabili la șocuri ale ofertei. Grupul de țări care devine mai puțin diversificat nu ar mai trebui să aibă o monedă comună și să aparțină unei uniuni monetare ci ar trebui să se fărâmițeze în mai multe uniuni monetare. Krugman este cunoscut pentru expresia că o monedă comună în UE ar duce la mezzo-giornificarea Sudului (p.80 1991). A doua paradigmă este ipoteza endogeneității ZMO care afirmă existența unei legături pozitive între corelarea veniturilor și integrarea schimburilor comerciale. Frankel și Rose (1998) susțineau că aderarea la o uniune monetară este potrivită unei țări care are relații comerciale intense cu celelalte țări din uniune și a cărei ciclu de afaceri este corelat cu ciclul de afaceri ale acestora. Analizând datele a 20 de țări industrializate pe o perioadă de 30 de ani aceștia au ajuns la concluzia că țările cu relații comerciale intense au și cicluri de afaceri corelate iar aceste criterii se îmbunătățesc după aderarea la uniunea monetară. Astfel că, dacă unele țări decid să adere la uniune monetară din motive politice, chiar dacă nu îndeplinesc criteriile de aderare, aceste țări vor îndeplini criteriile abia ulterior. Viața a infirmat această a doua paradigmă.

Studii inspirate de teoria ZMO ale economiștilor americani din perioada 1989-2002 (Jonung and Drea, 2009) au ajuns la concluzia, aproape unanimă, că statele membre din ZE sunt mult mai departe de buna funcționare a uniunii monetare decât SUA, din cauza lipsei unui mecanism fiscal de redistribuire pan-european, a mobilității scăzute a forței de muncă în Europa și, a frecvenței mai ridicate a șocurilor asimetrice. Krugman (1993), Feldstein (1997), Friedman (Milton) (1997a) și alții au avertizat asupra riscurilor creării unei uniuni monetare între țări cu mari incompatibilități structurale. Și economiști europeni (între care și Otmar Issing, 2003, primul economist șef al BCE) au avertizat în acest sens. Este de adăugat aici și Raportul McDougall⁸ (1977), care vorbea despre un buget necesar unei uniuni monetare. Pesimismul acut a reizbucnit după criza financiară și problemele de ajustare pe care le-a ridicat țărilor din UEM. De această dată vocile economiștilor europeni s-au făcut auzite fie pentru explicarea cauzei efectelor îndelungate ale crizei, fie pentru propuneri de remedii.

⁸ Pentru detalii vezi http://www.cvce.eu/content/publication/2012/5/31/c475e949-ed28-490b-81ae-a33ce9860d09/publishable_en.pdf și http://www.cvce.eu/content/publication/2012/5/31/91882415-8b25-4f01-b18c-4b6123a597f3/publishable_en.pdf.

1.2. Uniuni monetare

Istoria economică a uniunilor monetare arată că UEM este o construcție unică, fără un precedent clar; UEM are o rațiune politică proeminentă și, de aceea au fost subestimate, probabil, aspecte de ordin economic. Această situație sugerează precauție în interpretarea rezultatelor comparațiilor care se fac între gradul de îndeplinire a proprietăților ZMO în UEM și Statele Unite, considerată țara direct comparabilă din punct de vedere al populației sau a gradului de diversificare a economiei. Bordo și Jonung (1999), pe baza istoriei uniunilor monetare, ajung la două concluzii importante. Prima concluzie este că, forța politică a determinat crearea și disoluția uniunilor monetare, problemele economice fiind soluționate de forțele politice împreună cu mecanismele de piață. Unificarea monetară este un proces evolutiv de adaptare continuă a politicilor la diversele perturbări ce apar și, care durează atât timp cât există voință politică. Conform istoriei monetare, când dispare voința politică dispare și uniunea monetară, de obicei în situații extreme. A doua concluzie este că, în cadrul uniunilor monetare, aranjamentele sunt dominate de una sau câteva puteri economice centrale și nu periferice (Federal Reserve Bank of New York în SUA, Banca Prusiei devenită Reichsbank în Regatul Unit al Germaniei). Implicația pentru stabilitatea UEM este nevoia unui jucător dominant sau a unei coaliții puternice, care să conducă politica economică în UEM.

Uniunea monetară a SUA a fost creată odată cu semnarea Constituției în 1789, care conferea Congresului puterea de a bate și de a reglementa moneda. Coinage act din 1792 definește dolarul printr-o cantitate fixă de monede de aur și argint plasând țara pe un etalon bimetalic. În același an este stabilită monetăria națională în Philadelphia. Statele americane puteau autoriza băncile comerciale și reglementa emisiunile de bancnote. Toate bancnotele erau convertibile în monede de aur sau argint. În 1791-1811 a funcționat First Bank of United States și în 1816-1836 the Second Bank of United States, ambele bănci publice, suficient de bine capitalizate să furnizeze credite guvernului și sectorului privat. Era obligatoriu ca cele două bănci să aibă destule rezerve de metal pentru a putea menține convertibilitatea bancnotelor lor. După demiterea Second Bank în 1836 Statele Unite au rămas fără o bancă centrală până la stabilirea Federal Reserve System în 1913. US Treasury servea drept autoritate monetară și asigura convertibilitatea. Deși instabilitatea bancară a caracterizat secolul XIX, uniunea monetară a rămas intactă cu excepția perioadei războiului civil în 1861-1865, când Confederate States emiteau bancnote neconvertibile.

Aceste bancnote au fost declarate ilegale în aprilie 1865. Uniunea monetară nu a fost completată decât mult după unificarea politică. În timpul marii crize și după al doilea război mondial s-au produs câteva schimbări instituționale majore ce au apropiat SUA de idealul de ZMO. Prima a fost dezvoltarea programelor de transfer finanțate de la nivel federal precum indemnizațiile de șomaj, asistența socială, subvenții agricole care au amortizat șocurile regionale și au redistribuit pierderile prin plăți inter-regionale. A doua a fost integrarea pieței muncii prin scoaterea din izolare a pieței muncii din Sud. În anii '40 cererea mare de pe piața muncii din Nord și, lipsa imigranților a atras muncitorii din Sud, punându-se bazele rețelelor de informații și sprijin pentru viitorii migranți. Legislația muncii privind salariul minim, reglementarea orelor și a condițiilor de muncă, stimulentele federale pentru mecanizarea agriculturii și diminuarea cererii de forță de muncă din Sud a stimulat procesul migraționist către Nord. A treia a fost garantarea depozitelor care a împiedicat crizele financiare și bancare majore. Eichengreen (1991) a arătat că SUA și Canada erau mai aproape de formarea unei ZMO decât țările care urmau să adopte moneda euro în 1999, datorită prezenței mai reduse a șocurilor regionale și funcționării absorbantilor de șocuri regionale sub forma mobilității inter-regionale a forței de muncă și a sistemului fiscal federal.

Momentul unificării monetare a Germaniei este o chestiune încă dezbătută. Holtfrerich (1993) susține ca unificarea monetăriei în 1857 a reprezentat principala etapă către uniunea monetară, pe când Bordo și Jonung (1999) sunt de părere că transformarea băncii prusace în Reichsbank, banca centrală a noii Germanii în 1875 este pasul cel mai important. Formarea regatului unit german s-a produs în 1871. Actele de monetărie din 1871 și 1873 au unificat monetăria de pe teritoriul regatului și au introdus moneda ca monedă. Pentru a lega moneda germană de lira sterlină, pe acea vreme moneda internațională principală, se adoptă etalonul aur, argintul fiind folosit pentru monede de valoare mică cu conținut de metal mai mic decât valoarea nominală. Până la izbucnirea primului război mondial Germania a fost parte a etalonului aur.

După război, țările aliate au impus Germaniei un nou tip de federalism bazat pe crearea unor landuri, care nu au existat înainte, concepute a fi de tipul unor unități statale. Structura competitivă a federației germane a redus și mai mult responsabilitatea financiară a landurilor deja dependente de transferuri. Deși exista regula ne-salvării landurilor falimentare, în 1987 această regulă a fost încălcată prin salvarea landurilor Bremen și Saarland care au primit transferuri suplimentare de la guvernul central pentru gestionarea datoriilor mari. Sistemul de egalizare fiscal, valabil și în prezent, garantează fiecărui land nu mai puțin de 95% din resursele bugetare anuale per capita. Astfel unele landuri sunt permanent net receptoare de fonduri de la guvernul central, iar altele sunt permanent net contribuatoare de fonduri la guvernul central. Această stare de fapt împreună cu regula de no-bail-out necredibilă au redus forța piețelor în disciplinarea comportamentului fiscal al landurilor. Pe de altă parte, se poate discuta dacă o clauză de bail-out poate avea o aplicare implacabilă în cazul unei uniuni monetare care nu se rezumă la existența unei monede comune.

Shuknecht și alții (2009) au arătat că landurile net receptoare nu plătesc marje de risc mai mari decât guvernul federal. Landurile sunt autonome în privința deciziei de îndatorare. Guvernul central nu poate impune restricții landurilor în ceea ce privește volumul de împrumuturi. Totuși landurile au propriile legi care impun regula de aur, conform căreia îndatorarea se face numai pentru investiții. În 1 iulie 1990 prin unirea Germaniei de Est cu Germania de Vest s-a realizat și extinderea uniunii monetare (germane), proces fără precedent în istoria economică pe timp de pace. Rata medie de schimb a fost 1 marcă a Germaniei de Vest pentru 1.6 mărci din Germania de Est. Procesul de unificare monetară s-a făcut sub presiune politică și clar nu pentru că cele două state ar fi îndeplinit condițiile pentru ZMO. Unificarea monetară a rezistat fiindcă a fost însoțită de masive transferuri fiscale –cca 1000 miliarde de mărci germane. După 25 de ani există un consens asupra faptului că formarea uniunii monetare a afectat negativ economia Germaniei de Est prin amploarea socului rezultat din decalajul de competitivitate. În același timp, a declanșat un puternic proces de convergență reală pe baza transferurilor fiscale majore de la vest la est, de la plătitorii de taxe către companii, care cu siguranță au contribuit la faptul că Germania a fost prima țară (alături de Olanda) care a depășit în 2002 limita de deficit bugetar impusă de PSC. Deci, însăși experiența reunificării Germaniei arată că uniunea monetară implică transferuri fiscale atunci când există decalaje mari de dezvoltare, competitivitate.

Canada a devenit federație în 1867. Este un federalism dual cu o autoritate centrală coordonatoare. În timp ce guvernul federal și cele ale provinciilor sunt pe picior de egalitate, guvernele locale nu sunt independente și au rol executiv pentru guvernul provinciei de care aparțin. Funcțiile distincte ale legislaturii provinciilor și al Parlamentului Canadian au fost stabilite de British North America Act care s-a redenumit Constitution Act în 1867. Marea criză a marcat o cotitură în politicile economice ale țării. Înainte de 1930 libertatea piețelor a prevalat intervenționismului. În timpul marii crize, guvernul a devenit mai intervenționist și a propus o legislație similară agendei New Deal din SUA.

S-a introdus salariul minim orar, durata standard a săptămânii de lucru și programul de pensii și ajutor de șomaj. Banca centrală a Canadei a fost creată în 1934, cu scopul de a administra oferta de bani și a asigura stabilitatea sistemului financiar. Anul 1938 marchează schimbarea rolului

guvernului din furnizor de servicii publice în asigurator al stabilității economice. Majoritatea programelor publice de cheltuieli directe se fac la nivel sub-național cu excepția provinciei Ottawa (guvernul federal al Canadei) care are flexibilitate și realizează armonizarea fiscală prin transferuri condiționate și înțelegeri privind colectarea de taxe. În ultimii ani există îngrijorarea că cheltuielile federale nu sunt altceva decât transferuri de venituri către provincii. Canada, precum aproape toate federațiile, este caracterizată de un diferențial fiscal pe verticală, adică un dezechilibru între venituri și cheltuieli asimetrice între centru și provincii.

Veniturile federale depășesc cheltuielile directe și indirecte ce intră în responsabilitatea guvernului federal. Guvernele provinciilor au mai puține venituri la dispoziție față de cheltuielile de care sunt responsabile, cu consecința că o mare parte din veniturile federale sunt transferate provinciilor. Disciplinarea sectorului public este asigurată de sectorul financiar. Mai mult, bursa, piața obligațiunilor și electoratul din provincii impun o disciplină fiscală severă provinciilor, iar politicile naționale interzic în mod explicit salvarea provinciilor care riscă falimentul. Piața muncii este flexibilă, mobilitatea muncii fiind similară cu cea înregistrată în SUA și, aproape de 4 ori mai flexibilă decât piața muncii europeană.⁹

1.3. Uniunea Economică și Monetară

Atunci când România a aderat la Uniunea Europeană (UE) și-a asumat și obligativitatea de a adopta moneda euro. Cunoscând modul în care a funcționat UEM în 17 ani de existență, judecata asupra aderării la ZE pe baza raționamentelor economice constă în evaluarea argumentelor pentru și contra adoptării monedei unice, neexistând o metodologie unică și neechivocă de evaluare a costurilor și beneficiilor aderării. România a avut un PIB/capita de 26% (în prețuri curente) din media ZE în 2015, cu mult sub valorile înregistrate de Portugalia (53%) și Spania (67%), țările cu cele mai mici valori ale PIB/capita, atunci când acestea au adoptat moneda unică în 1999. Evoluția acestora în ZE este o lecție de învățat pentru țările care intenționează să adere într-o zonă monetară alături de state membre față de care au un decalaj semnificativ de venituri.

1.3.1. Costurile și beneficiile aderării la zona optimă euro

Deși teoria ZMO a avansat din anii '60 când a fost inițiată prin multiple studii empirice, utilizarea teoriei nu a devenit mai simplă. Măsurarea proprietăților pe care le recomandă pentru economiile care doresc să adere la ZMO, ca mijloace pentru atenuarea costului renunțării la politica monetară și de curs este un demers complex cu rezultate în care persistă ambiguitatea.

Problema principală în cazul uniunilor monetare este legată de costurile procesului de aderare. Există multe beneficii ale adoptării unei monede unice, însă este necesar ca aceste beneficii să fie mai mari decât costurile. Dacă, în general, costurile aferente aderării sunt evaluate la nivel macro-economic, beneficiile sunt analizate mai ales la nivel micro-economic și, se referă, în principal, la eliminarea costurilor de tranzacție asociate schimbului valutar, precum și la eliminarea riscului generat de incertitudinea privind evoluția viitoare a cursurilor de schimb.

⁹ Pe baza recensământului din 2006, rata migrației în Canada a fost de 4,6% față de 4,8% în SUA și 0,18% rata mobilității trans-frontaliere a muncii în UE în 2008 (Carney, 2013).

În contextul unei uniuni monetare costurile de tranzacție dispar. Câștigul publicului larg din eliminarea costurilor preschimbării unei monede cu altă monedă este evident¹⁰. Eliminarea costurilor de tranzacție generează pe de altă parte și un câștig indirect, respectiv reducerea discriminării prin preț între piețele naționale, larg practică pe piețele țărilor din UE, datorită segmentării puternice a piețelor naționale. În aceste condiții, costurile mari de tranzacție împiedică un consumator dintr-o țară să cumpere același bun dintr-o altă țară. În lipsa acestor costuri de tranzacție, consumatorii vor putea achiziționa bunurile pe care le vor de acolo unde sunt mai ieftine. (de Grauwe, 2003).

În același timp, unificarea monetară elimină volatilitatea ratei de schimb și costurile asociate. În plus, cu cât gradul de deschidere al unei economii este mai mare, cu atât câștigurile de bunăstare generate de participarea la o uniune monetară sunt mai mari. Eliminarea riscurilor amintite mai sus generează câștiguri de bunăstare mai mari în economiile mici și mai deschise decât în economiile mai mari și relativ mai închise. Pe măsură ce gradul de deschidere față de alți parteneri din uniune crește, câștigurile din participarea la o uniune monetară sunt mai mari

Deși principalele beneficii ale adoptării euro sunt la nivel micro-economic, putem identifica o serie de beneficii și la nivel macro-economic, generate de stabilitatea macro-economică, de o poziție internațională mai avantajoasă, de accesul la o piață financiară mai largă și mai transparentă, de eliminarea unor fluctuații ale producției care ar putea fi datorate politicilor economice diferite. În plus, pentru anumite state, stabilitatea prețurilor și toate beneficiile rezultate din îndeplinirea acestui obiectiv, reprezintă o motivație suficientă pentru participarea la o uniune monetară. Stabilitatea prețurilor conduce la reducerea dobânzilor, iar acest lucru prezintă încă un avantaj în plus, atât pentru guvern, cât și pentru consumatori sau firme.¹¹

Este adevărat că, recenta criză financiară a reușit să pună în umbră beneficiile adoptării euro, facand mai vizibile mai degrabă costurile acestui proces. De exemplu, reducerea costurilor de finanțare nu mai poate fi considerată un beneficiu cert al intrării în ZE, cum se întâmpla în perioada anterioară crizei financiare. Nivelul mult mai scăzut al primelor de risc în acei ani pare să fi fost rezultatul unei evaluări eronate a riscurilor. Ulterior, piețele au reevaluat riscul funcție de circumstanțele specifice fiecărei țări, ajungându-se ca spread-urile CDS (credit default swap) să fie mai scăzute în România decât în unele state membre ale ZE. Pe de altă parte, beneficiile integrării comerciale, considerată anterior ca incontestabilă au fost sensibil diminuate de recuperarea dificilă a ZE (BNR, 2014).

În ceea ce privește costurile aderării la ZE, cele mai importante sunt localizate la nivel macro-economic și rezultă din renunțarea la independența politicii monetare. La acest nivel, în general, costurile apar din cauza faptului că, atunci când participă la o uniune monetară, țările pierd importante instrumente ale politicii economice, respectiv cele specifice politicii monetare, adică manevrarea ratei dobânzii și a cursului de schimb. Aceste costuri se fac simțite în cazul manifestării șocurilor asimetrice. Deși pierderea independenței politicii monetare a fost întotdeauna un subiect controversat¹², faptul că reculul economic din țările Europei Centrale și de Est (ECE) cu regim de curs de schimb flotant a fost mai moderat comparativ cu cel înregistrat în

¹⁰ Este foarte adevărat că dispariția acestor costuri generează câștiguri însă ele nu sunt repartizate uniform - ceea ce pentru unii reprezintă câștig, pentru alții reprezintă pierdere; cei care pierd vor trebui să se adapteze la noul context, orientându-se spre altă formă de profit).

¹¹ pentru detalii, vezi Socol, A, 2009.

¹² în multe cazuri este invocată ipoteza neutralității monedei pe termen lung.

statele cu regim fix, a evidențiat importanța existenței acestui element de flexibilitate. A devenit mai evident ca oricând că o trecere prematură la euro este indezirabilă (BNR, 2014).

Dimensiunea costurilor asociate pierderii instrumentelor de politică economică depinde de diferențele dintre țări. În cazul existenței acestor diferențe atât în structura economică, cât și din punct de vedere legal și instituțional, economiile în cauză trebuie să dețină alternative la instrumentele monetare pentru reglarea șocurilor. Proprietățile sau criteriile ZMO reprezintă condiții pe care trebuie să le îndeplinească statele care doresc să participe la o uniune monetară benefică. Existența acestor condiții face puțin probabilă prezența șocurilor asimetrice sau, în cazul apariției unor astfel de șocuri, asigură instrumente eficiente de ajustare. Altfel spus, costurile cresc atunci când se manifestă șocuri ale cererii sau ale ofertei care afectează diferit economiile participante la uniunea monetară, atunci când există preferințe diferite pentru șomaj și inflație, diferențe legislative, diferențe între ratele de creștere, sau când mecanismele de ajustare nu funcționează (nu există sisteme de ajustare a șocurilor, instituțiile pieței muncii funcționează diferit, sau se mențin diferențe între sistemele fiscale)¹³ (de Grauwe, 2015).

Dincolo de creșterea vizibilității costurilor adoptării unei monede unice, recenta criză a scos în evidență și costuri directe ale intrării în zona euro, provocate de criza datoriilor suverane și de instituirea mecanismelor de rezoluție. Aceste costuri presupun nu doar efort financiar suplimentar, ci și din punct de vedere politic este dificil de explicat publicului necesitatea contribuției financiare la mecanisme de care deocamdată beneficiază țări mai bogate (BNR, 2014).

La nivel micro-economic, putem identifica două costuri principale. Prima categorie se referă la costurile operaționale, necesare pentru adaptarea sistemelor la noua monedă. A doua categorie este reprezentată de provocări strategice care constau în redefinirea concurenței și apariția unor riscuri specifice. Astfel de riscuri pot fi cauzate de o rată defavorabilă cu care o țară ar putea intra în uniunea monetară. Economia în cauză poate intra cu o monedă depreciată, constatând astfel o competitivitate în creștere, dar și presiuni asupra prețurilor prin importuri scumpe, sau cu moneda apreciată și cu riscurile pierderii competitivității până au loc reglajele prin alte instrumente (Emerson și alții, 1992).

Beneficiile și costurile adoptării euro au fost identificate și de Raportul “One Market, One Money” din 1990 care, în cele din urmă, a recomandat adoptarea monedei unice – mai multe detalii în Caseta 2.

¹³ costuri primate prin prisma teoriei ZMO (de Grauwe, 2015).

Caseta 2: Beneficiile și costurile adoptării euro – o sinteză

Beneficii:

- Implementarea cadrului politicii monetare a BCE și a Eurosistem-ului, reflectate în credibilitatea BCE și a anticipațiilor inflaționiste bine ancorate, ceea ce a permis dobânzi mici, atât pentru termene scurte cât și pentru termene lungi de până la 50 de ani. Din această perspectivă, țările cu o istorie de inflație ridicată și volatilă au avut cel mai mult de câștigat prin aderare la ZE.
- Intensificarea legăturilor comerciale¹ datorată reducerii costurilor de tranzacționare, a eliminării riscului ratei de schimb. Trebuie spus însă că sunt analize care arată că, după adoptarea monedei unice comerțul intra-ZE a crescut cu aprox. 5-10% în medie, Baldwin 2006, Baldwin și alții, 2008, deci cu mult mai puțin față de estimarea inițială de 85% calculată de Rose, 2000.
- Creșterea integrării financiare (efectul UEM asupra investițiilor străine directe a fost de 7%, Petroulas, 2007) datorată reducerii primei de risc și implicit a costului capitalului. Creditul și mecanismele de piață de partajare a riscului au contribuit la atenuarea șocurilor în anumite țări sau sectoare de activitate.
- ZE are mai multă reziliență la șocuri externe decât statele membre luate individual (ceea ce nu înseamnă că economiile acestor state, luate individual, ar fi toate mai robuste dacă ar fi fost în afara ZE). Riscul atacului speculativ asupra monedelor naționale a fost eliminat. Moneda euro a devenit atractivă pe plan internațional ca monedă de rezervă (deși criza ZE a redus din luciul său).
- Câștigul politic rezultat dintr-o cooperare economică mai strânsă între statele membre ale ZE.

Costuri:

- Micșorarea capacității de răspuns la șocuri, prin renunțarea la controlul asupra monedei, flexibilitatea pieței muncii, politica fiscală și macro-prudențială națională devin căile de apărare în cazul șocurilor asimetrice în lipsa unei autorități fiscale centralizate care să permită împărțirea poverii.
- Mișcarea liberă a capitalurilor datorită liberalizării contului curent, ceea ce a contribuit la partajarea riscurilor și a favorizat ascunderea deficiențelor structurale și de politici economice și acumularea dezechilibrelor.
- Lipsa împrumutătorului de ultimă instanță (de Grauwe, 2011). Banca centrală a unei țări cu moneda proprie poate cumpăra datoria publică când creditorii privați nu vor și o criză de rostogolire a datoriei în monedă locală este foarte puțin probabilă, pe când într-o țară inclusă într-o zonă monetară această criză este reală (Spania versus Regatul Unit al Marii Britanii, deși datoria Spaniei este mai mică decât a Regatului Unit), criza de lichiditate transformându-se în criza de solvabilitate. Țările din UEM sunt vulnerabile la schimbarea de sentiment al investitorilor și vor ezita să utilizeze stabilizatorii automați din buget pentru stabilizarea economiei în caz de recesiune. O zonă monetară poate funcționa dacă există un mecanism colectiv de sprijin reciproc și control.

Sursa: Raportul "One Market, One Money" (1990) disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf; a se vedea și Socol, A. (2009)

Beneficiile și costurile asociate pierderii politicii monetare și a cursului de schimb sunt într-o continuă schimbare în funcție de contextul economic mondial și de evoluția instituțională a guvernantei ZE. Iar marea criză financiară începută în 2007 a evidențiat pericolele la care sunt expuse țările din ZE care nu beneficiază de robustețe. Totodată, criza a evidențiat carențe ale construcției ZE, care seamănă cu etalonul aur din perioada interbelică. România în decizia de

aderare la ZE trebuie să țină cont de: 1/ evoluția țărilor care au aderat la ZE în 1999, 2/ dacă criteriile de la Maastricht s-au dovedit suficiente pentru asigurarea creșterii economice și ocupării în condiții de stabilitate a statelor care au adoptat moneda euro și, 3/ cum se prezintă în privința proprietăților pe care le susține teoria ZMO, fără a se pierde din vedere că UEM are o dimensiune politică majoră.

1.3.2. Crearea zonei euro

Adoptarea monedei unice, euro, de către 11 state membre ale UE, în ianuarie 1999, a reprezentat, de fapt, a treia etapă a UEM (Tabel 1.1). *Memorandumul Marjolin* din 1962 poate fi considerat startul oficial al procesului de integrare monetară, prin faptul că a pornit discuția despre moneda comună și a inițiat câteva măsuri în domeniul cooperării monetare. În acea perioadă stabilitatea ratelor cursurilor de schimb ale membrilor Comunității Economice Europene (CEE) erau indexate la dolar, iar stabilitatea era asigurată de aranjamentul Bretton-Woods. La sfârșitul anilor '60 mediul economic internațional se caracteriza prin presiuni inflaționiste datorate persistenței deficitelor de cont curent ale SUA și exacerbate de primul șoc petrolier. În august 1971 sistemul Bretton Woods s-a destrămat și nu au întârziat să apară tensiuni din cauza cursului de schimb între membrii CEE care au urmat diferite politici economice.

În 1972 s-a creat aranjamentul „șarpe” al cursurilor de schimb, prin care statele CEE au agreat să prevină fluctuații de curs mai mari de 2.25%. La sfârșitul anilor '70 marca germană, monedele din Benelux și coroana daneză mai erau membre ale aranjamentului, în timp ce francul francez, lira italiană, lira sterlină și lira irlandeză au ieșit din aranjament după scurt timp. În martie 1979 procesul de integrare monetară a continuat prin crearea Sistemului Monetar European (SME) prin care s-a definit moneda ECU (European Currency Unit) și Mecanismul Cursului de Schimb (MCS) bazat pe conceptul de cursuri de schimb variabile în cadrul unei marje fixe de $\pm 2.25\%$.

Marca germană și banca centrală a Germaniei erau nucleul SME, cu toate că nici o monedă nu a fost desemnată ca ancoră; economia germană, ca greutate specifică și competitivitate, au condus la acea stare de fapt. Sistemul a determinat convergența către inflație joasă, a redus volatilitatea excesivă a cursurilor de schimb și a promovat comerțul și performanța economică. S-a trecut la liberalizarea graduală a contului de capital. Lipsa convergenței fiscale a rămas o sursă de tensiune, deoarece câteva țări operau cu deficite publice mari și persistente.

SME a durat până la lansarea monedei euro în 1999, trecând prin patru faze și diverse turbulențe (Mongelli, 2008), care parțial s-au transpus peste primele două etape ale formării UEM. *Prima fază a SME*, perioada 1979-1985, s-a caracterizat prin schimbări frecvente ale parităților oficiale, în urma unor turbulențe în piețele financiare, care amenințau periodic supraviețuirea MCS. *A doua fază a SME* (până în septembrie 1992) a fost marcată de supremația mărcii germane. În această perioadă, mai multe țări SME au reușit să reducă inflația la nivelul inflației germane, iar controalele fluxurilor de capital au fost interzise în mod oficial din iulie 1990, marcând începutul primei etape în formarea UEM. În 1986 s-a adoptat Actul European Unic (Single European Act) care introducea ca obiectiv formarea pieței unice în cadrul țărilor SME. Raportul Delors, coordonat de Jacques Delors președintele CE, care punea bazele creării uniunii monetare, a fost aprobat în 1989. Tratatul de la Maastricht a fost aprobat în februarie 1992, marcând sfârșitul primei etape în formarea UEM. *A treia fază a SME* (septembrie 1992 - martie 1993) a fost marcată de o criză severă. Monedele câtorva țări care nu au reușit să reducă inflația s-au supra-evaluat și au fost atacate de speculatori. Regatul Unit și Italia au fost forțate să părăsească SME (Italia a revenit în 1996) și marja de fluctuație a monedelor a fost mărită la $\pm 15\%$ în martie 1993. *A patra fază a SME* a durat până la lansarea monedei euro, când MCS a fost înlocuit cu MCSII în care ECU a fost abolit, iar euro a devenit ancora pentru celelalte monede participante. “A fost o decizie politică

începerea unei uniuni monetare pentru un grup de țări care nu a format o uniune politică și care a îndeplinit criteriile ZMO doar parțial... Întrebarea provocatoare acum este: se va ajusta „economia” astfel încât să permită funcționarea uniunii monetare în aceste condiții excepționale? Sau economia va ajusta politicul și astfel va determina crearea unui mecanism care să implementeze legături politice mai strânse? Conceptul euro de catalizator pentru integrarea politică este o variantă extremă a acestui concept. Aceste două laturi ale evoluției politice nu se exclud reciproc. De aceea, în final, impactul uniunii monetare asupra „Europei” ar trebui să fie o adaptare în același timp al economicului și a politicului” (Issing, 2001).

Tabel. 1.1: Etapele apariției Uniunii Economice și Monetare

Etapa 1, iulie 1990	Etapa 2, ianuarie 1994	Etapa 3, 1 ianuarie 1999
Libera circulație a capitalurilor	Stabilirea Institutului Monetar European	Fixarea irevocabilă a ratelor de conversie
Creșterea cooperării	Interzicerea creditării de către banca centrală a sectorului public	Introducere euro în 11 state membre
Utilizarea ECU	Creșterea coordonării politicilor monetare	Formarea sistemului euro și transferul responsabilității politicii monetare unice la BCE
Convergența economică	Creșterea convergenței economice	Intrarea în vigoare a MCS II, pentru cursurile de schimb din UE
Intrarea în vigoare a Tratatului de la Maastricht (feb 1992)	Băncile centrale devin complet independente cu stabilitatea prețurilor ca obiectiv primar	Intrarea în vigoare a Pactului de Stabilitate și Creștere

Sursa: adaptare după site-ul BCE

1.3.3. Criteriile de la Maastricht de jure și de facto în statele membre fondatoare ale zonei euro

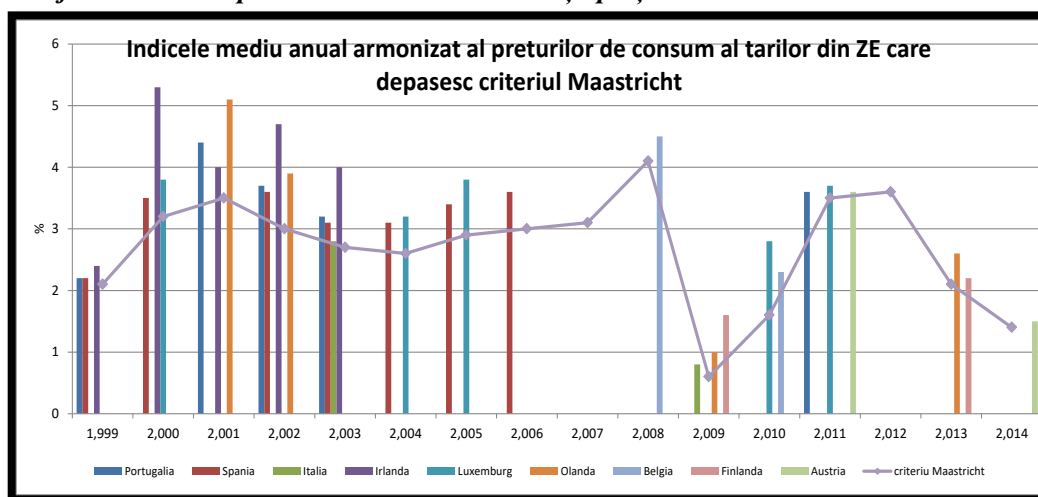
S-a crezut că respectarea criteriilor de la Maastricht va determina țările din UEM să adopte politici fiscale prudente, care să reducă incidența șocurilor asimetrice și să implementeze reforme structural, care să stabilizeze îndeajuns piețele muncii astfel încât să poată răspunde la eventualele șocuri apărute în ciuda politicilor fiscale prudente. Un buget fiscal echilibrat ar fi permis un spațiu amplu de manevră, regula vremii fiind că o scădere de PIB de 1% ar conduce la o creștere a deficitului bugetar cu 0,5% din PIB prin stabilizatorii automați. Atingerea deficitului de 3% din PIB ar fi permis stabilizarea unei scăderi de 6% din PIB (Benassy-Quéré, 2015). Chiar dacă cheltuielile fiscale erau socotite pe atunci drept riscuri la adresa stabilității uniunii, se credea în eficacitatea Pactului de Stabilitate și Creștere (PSC). S-a crezut că integrarea financiară va contribui la convergență și stabilizare (Banca Mondială, 2012). Funcționarea UEM arată că criteriile nu au fost respectate în totalitate și o parte din țările care au adoptat euro au ajuns să acumuleze dezechilibre care au pus sub semnul întrebării viabilitatea ZE.

1.3.3.1. Stabilitatea prețurilor

Definiția: „criteriul stabilității prețurilor, menționat la articolul 140 alineatul (1) prima liniuță din Tratatul privind Funcționarea Uniunii Europene (TFUE) înseamnă că un stat membru are o stabilitate durabilă a prețurilor și o rată medie a inflației, în cursul unei perioade de un an înaintea examinării, care nu poate depăși cu mai mult de 1,5 puncte procentuale rata inflației a cel mult trei state membre care au înregistrat cele mai bune rezultate în domeniul stabilității prețurilor” (BCE, Raport de Convergență, 2016).

Menținerea dinamicii prețurilor într-o bandă relativ îngustă, din punct de vedere al teoriei ZMO ar echivala cu o simetrie a șocurilor și în consecință, o mai bună adecvare a politicii monetare unice la condițiile țărilor membre ale uniunii. Ieșirea din bandă în mod sistematic ar indica prezența șocurilor asimetrice a căror soluționare nu poate fi realizată de politica monetară unică. În perioada 1999-2014 în câteva țări indicele anual armonizat al prețurilor de consum (IAPC) a depășit sistematic pragul stabilit: în Spania de 7 ori, în Portugalia de 5 ori, în Irlanda și Luxemburg de 5 ori (Grafic 1.1). Cele mai multe depășiri au avut loc în perioada 1999-2003 cu câte 4-5 țări în fiecare an. Persistența diferențialului între ratele de inflație ale țărilor ZE11, arată că politica monetară unică nu poate fi potrivită pentru toate țările.

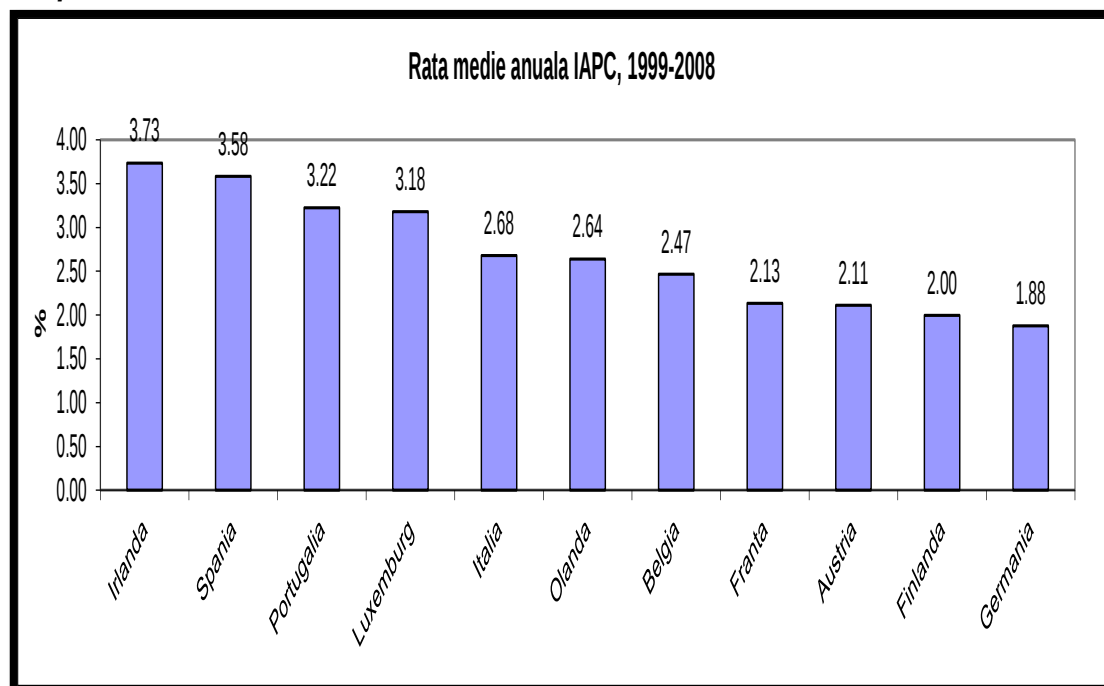
Grafic 1.1: Neîndeplinirea criteriului stabilității prețurilor în ZE11



Sursa: calcule proprii pe baza datelor Eurostat

Înainte de criză, în perioada 1999-2008, rata medie anuală a IAPC în ZE11 a variat între 3.73% în Irlanda și 1.88% în Germania (Grafic 1.2). Ținând cont că, definiția BCE pentru stabilitatea prețurilor este o inflație anuală inferioară dar apropiată de 2%, politica monetară pentru țările cu inflația mult peste această țintă a fost prea relaxată. Iar faptul că primele trei țări cu rata inflației cea mai mare au avut probleme mari după declanșarea crizei astfel încât au avut nevoie de sprijin financiar și că Italia a fost în pragul de a nu se mai putea împrumuta pe piață, indică faptul că **valoarea critică cu care rata inflației poate să depășească ținta BCE este în jur de o jumătate de punct procentual.**

Grafic 1.2: IAPC în ZE11 înainte de criză



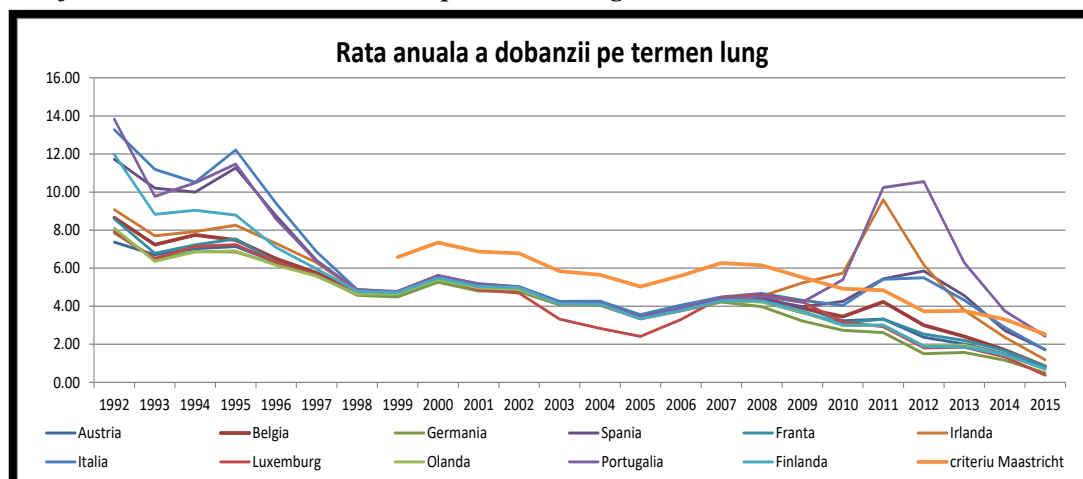
Sursa: Eurostat

1.3.3.2. Dobânzile pe termen lung

Definiție: “criteriul de convergență al ratelor dobânzilor menționat la articolul 140 alineatul (1) a patra liniuță din TFUE, în cursul unei perioade de un an înaintea examinării, înseamnă că un stat membru a avut o rată a dobânzii nominale medii pe termen lung care nu poate depăși cu mai mult de 2 puncte procentuale pe aceea a cel mult trei state membre care au înregistrat cele mai bune rezultate în domeniul stabilității prețurilor. Ratele dobânzilor sunt calculate pe baza randamentelor obligațiunilor de stat pe termen lung sau a unor titluri comparabile, ținând seama de diferențele dintre definițiile naționale” (BCE, Raport de Convergență, 2016).

Procesul de convergență a dobânzilor pe termen lung pune în evidență trei etape distincte. Prima etapă cuprinsă între 1992 și 1997 în care Spania, Italia, Portugalia au depășit pragul impus în fiecare an, și Finlanda în 1992-1995 (Grafic 1.3). A urmat o perioadă până în 2008 cu o convergență totală, iar apoi, începând cu 2009, când s-a declanșat criza Greciei și până în 2013, ratele dobânzilor pentru Italia, Spania și Portugalia au depășit din nou pragul stabilit, Irlanda alăturându-se acestui grup de state. În 2015 din nou s-a realizat convergența, de data aceasta imperfectă, toate ratele de dobândă au fost sub pragul stabilit, dar nu identice. Italia, Spania, Portugalia și Irlanda au continuat să aibă cele mai mari dobânzi.

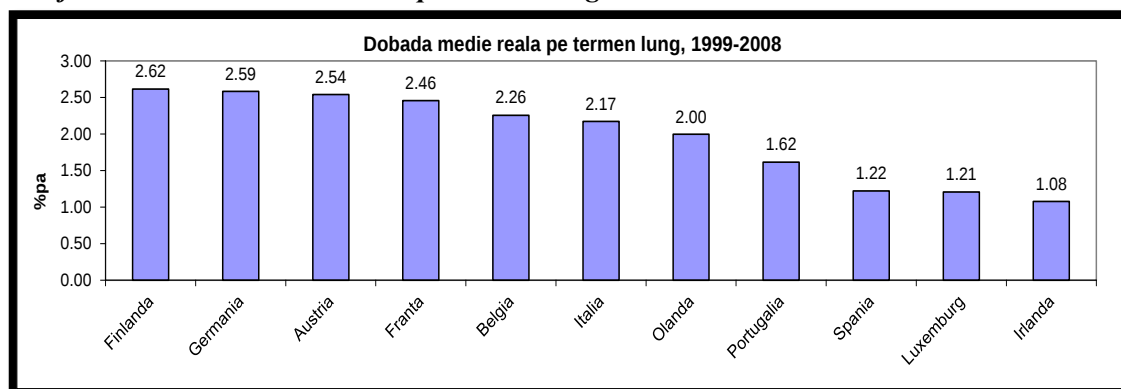
Grafic 1.3: Rata anuală a dobânzii pe termen lung în ZE11



Sursa: calcule proprii pe baza datelor Eurostat

Dobânda medie reală pe termen lung a perioadei 1999-2008 a variat între 2,62% pe an în Finlanda și 1,08% pe an în Irlanda (Grafic 1.4). Dobânzile reale pe termen lung ale țărilor care au avut probleme după declanșarea crizei și au apelat la ajutor financiar internațional (Irlanda, Spania, Portugalia) au fost cele mai mici din ZE11, sub 1,6%. S-a confirmat că dobânzi reale mai mici comparativ cu a celorlalte state membre ZE stimulează intrarea fluxurilor de capital, creditarea și îndatorarea excesivă, cu deznodăminte dureroase mai devreme sau mai târziu. Lecția ce se desprinde este că, dobânda reală pe termen lung nu trebuie să fie mai mică în mod persistent față de inflația țintită de BCE, ci mai mare cu până la 60 puncte de bază [2,62] fiind intervalul în care s-au încadrat țările ZE11 care nu au avut probleme majore în timpul crizei ZE.

Grafic 1.4: Dobânda medie reală pe termen lung în ZE11 1999-2008



Sursa: calcule proprii pe baza datelor Eurostat

Retrospectiv, perioada 1999-2008 pare să fie o greșeală a piețelor care au sub-evaluat riscul suveran, cu toate că statele ZE11 erau diferite în ceea ce privește datoriile și capacitatea de rambursare. Unii argumentează că această atitudine nu a fost întâmplătoare și s-a bazat fie pe încrederea în capacitatea țărilor bogate de a plăti datoria (Vrâncanu, 2016), fie pe credința că, în cele din urmă, guvernele în dificultate vor fi salvate (Mongelli, 2013). “De ce marjele țărilor mediteraneene comparativ cu Germania au dispărut? Investitorii privați ar trebui blamați pentru faptul că au subevaluat riscul în întreaga perioadă. Ei, totuși, ar indica evaluările de top primite de obligațiuni din partea agențiilor de evaluare. Agențiile de evaluare ar purta parte din vină, dar acestea ar indica entuziasmul cu care BCE accepta obligațiunile periferiei drept colateral” (Frankel, 2012).

1.3.3.3. Evoluții fiscale și îndatorarea

Deși problema fiscală nu a făcut parte din criteriile teoriei ZMO, fondatorii au recunoscut riscul hazardului moral creat în situația unei autorități monetare și a mai multor autorități fiscale naționale independente, manifestată prin posibilitatea supra-îndatorării statelor membre și a falimentului suveran cu efecte negative asupra costurilor de finanțare a tuturor membrilor din uniune. Anticiparea problemelor legate de datoria suverană, deși a fost justă, nu a fost suficientă, având în vedere că problemele din ZE au fost generate nu numai de legătura “diabolică” între datorii suverane și bilanțuri bancare, ci și de supra-îndatorarea privată, care a indus dezechilibre externe masive. În fapt, îndatorarea privată a contribuit mai mult la deteriorarea situației din ZE (dacă facem abstracție de cazul Greciei), în virtutea logicii de mișcare trans-frontalieră a capitalului. Există, mai ales în unele viziuni (ale țărilor creditoare), un parti-pris atunci când echivalează criza ZE cu una a datoriilor suverane.

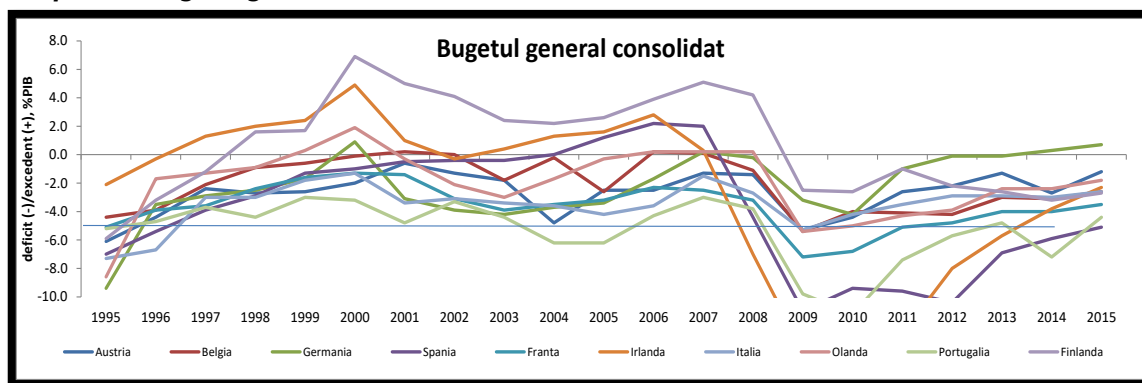
Pentru evitarea supra-îndatorării statelor membre, părinții fondatori au legiferat constrângeri în cadrul PSC, prin crearea procedurii de deficit excesiv (PDE): “în temeiul articolului 126, alineatele (2) și (3) din TFUE, CE elaborează un raport atunci când un stat membru nu îndeplinește cerințele de disciplină fiscală, în special în cazul în care: (a) raportul dintre deficitul public planificat sau real și produsul intern brut depășește o valoare de referință (de 3% din PIB, conform Protocolului privind procedura aplicabilă deficitelor excesive), cu excepția cazului în care: *raportul s-a diminuat în mod semnificativ și constant și a atins un nivel apropiat de valoarea de referință, sau *depășirea valorii de referință este excepțională și temporară și respectivul raport se menține aproape de valoarea de referință; (b) raportul dintre datoria publică și produsul intern brut depășește o valoare de referință (de 60% din PIB, conform Protocolului privind procedura aplicabilă deficitelor excesive), cu excepția cazului în care acest raport se diminuează suficient și se apropie de valoarea de referință într-un ritm satisfăcător. Totodată, raportul CE trebuie să analizeze dacă deficitul public depășește cheltuielile publice de investiții, precum și toți ceilalți factori relevanți, inclusiv situația economică și bugetară pe termen mediu a statului membru analizat.

De asemenea, CE poate întocmi un raport și în cazul în care, în pofida îndeplinirii criteriilor, consideră că există riscul înregistrării unui deficit excesiv de către un stat membru. Comitetul Economic și Financiar emite un aviz cu privire la raportul CE. În temeiul articolului 126 alineatul (6) din TFUE, Consiliul UE, pe baza unei recomandări din partea CE, luând în considerare eventualele observații ale statului membru respectiv și în urma realizării unei evaluări generale, hotărăște, cu majoritate calificată și excluzând statul membru respectiv, dacă există un deficit excesiv în statul membru în cauză” (BCE, Raport de Convergență, 2016).

Deficitul bugetar

Nu există stat membru din ZE11 care să nu fi încălcat criteriul deficitului public în perioada 1995-2015 (Grafic 1.5). În 21 de ani, cele mai frecvente încălcări au fost în Portugalia de 19 ori, în Franța de 15 ori în Spania și Italia de câte 11 ori.

Grafic 1.5: Bugetul general consolidat în ZE11

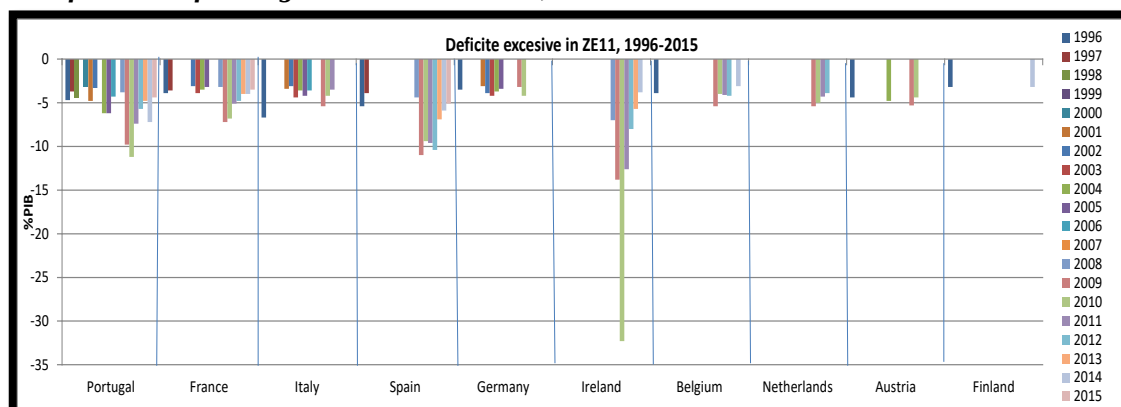


Sursa: Eurostat

Prima PDE a fost deschisă Germaniei în 2002 și a durat până în 2007 (Tabel A1.1). Se pare că mecanismele de descurajare a deficitelor publice și, implicit, a deficitelor de cont curent nu au funcționat: instrumentarul preventiv a PSC nu a funcționat iar instrumentarul corectiv nu a fost aplicat. În noiembrie 2003, implicațiile PSC au fost refuzate de Franța și Germania, iar în 2005 PSC a fost revizuit, adăugându-se multiple condiții de relaxare. Astfel multe state ZE11 au rămas fără spațiul fiscal de manevră pe care inițiatorii Tratatului de la Maastricht se gândeau că ar fi putut fi folosit pentru stabilizarea economiilor în caz de recesiune.

Lipsa spațiului de manevră a obligat statele membre la politici fiscale pro-ciclice în criză (Grafic 1.6). Legiferarea principiului de no-bail-out pentru statele suverane falimentare în UEM nu a fost credibilă și nu a împiedicat acumularea datoriilor publice peste limitele stipulate. În schimb, în SUA guvernul federal a reușit să convingă piețele că salvarea statelor în faliment nu va avea loc, rezolvând astfel problema hazardului moral. Frankel (2012) a explicat cum s-a ajuns la această performanță. Guvernul federal și-a consolidat reputația de a nu salva statele membre în caz de faliment, în 1841, când a lăsat să falimenteze 8 state cu probleme financiare. De atunci, ori de câte ori statele americane acumulează datorii nesustenabile, piețele cer marje de dobânzi mai mari, pentru a compensa riscul de faliment. Aceste marje acționează ca instrumente de disciplinare automată a execuției bugetare. Iar, atunci când în secolul XX cetățenii au început să ceară mai multe bunuri publice (public goods) acestea au fost finanțate prin expansiunea cheltuielilor la nivel federal. Cheltuielile federale reprezintă 24% din PIB, în timp ce bugetul UE este de doar 1,2% din PIB.

Grafic 1.6: Deficit bugetar excesiv în ZE11, 1996-2015

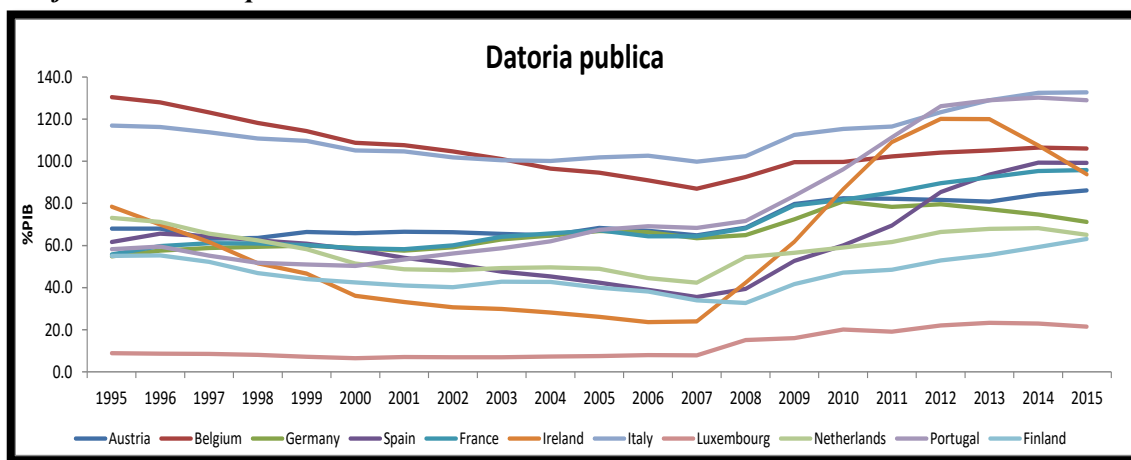


Sursa: Eurostat

Datoria publică

Italia și Belgia au intrat în ZE cu datoria publică mult peste pragul stabilit și, nu au reușit să se apropie de limita fixată. În 2015, doar Luxemburg din ZE11 a mai rămas cu datorii publice sub limita impusă. La fel ca evoluția dobânzilor pe termen lung, evoluția datoriei publice a avut un parcurs în două etape după adoptarea monedei unice (Grafic 1.7). Prima etapă, până la izbucnirea crizei financiare, când 5 țări au reușit să îndeplinească criteriul datoriei publice de sub 60% din PIB (Olanda, Finlanda, Irlanda, Spania, Luxemburg), iar restul statelor membre, în afara Belgiei și Italiei, s-a încadrat într-o marjă de +10pp față de țintă. Apoi a urmat creșterea generalizată a datoriei publice cu două excepții: Germania și Irlanda, care au atins nivelul maxim în 2010, respectiv în 2012.

Grafic 1.7: Datoria publică în ZE11



Sursa: Eurostat

Datoria publică în Irlanda a început să crească în 2008, când guvernul irlandez a luat decizia de a garanta timp de doi ani pasivele a șase instituții financiare. Din 2009 până în 2010 insolvența bancară, colapsul pieței imobiliare și recesiunea severă a dus la deficite bugetare mari și la explozia datoriei publice, ceea ce a determinat autoritățile să recurgă la CE și FMI pentru ajutor financiar de urgență în noiembrie 2010. Bugetul general consolidat al Portugaliei a fost mereu în deficit după adoptarea monedei unice ceea ce a menținut datoria publică în jurul pragului admisibil și peste înainte de izbucnirea crizei financiare. După 2008, datoria publică s-a deteriorat în ritm alert și ca o consecință a reclasificării și introducerii în bugetul general consolidat a unor întreprinderi de stat și parteneriate public-private la cererea autorităților europene, ceea ce necesita o finanțare suplimentară de aproape 10% din PIB în 2011 (Independent Evaluation Office of IMF, 2016). Pe măsură ce agențiile de evaluare scădeau calificativele datoriei suverane, costul refinanțării creștea vertiginos până la punctul în care autoritățile nu au mai putu finanța datoria suverană. În aprilie 2011 Portugalia a recurs la Troika internațională (CE, BCE și FMI) pentru a solicita o linie urgentă de finanțare.

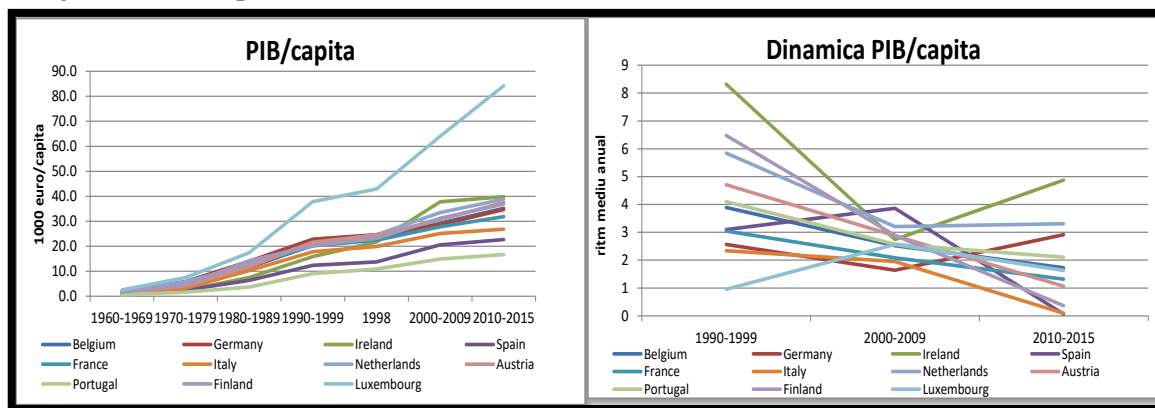
În 2011 criza s-a extins către Spania și Italia. Situația economică precară și instabilitatea politică amenința Italia să nu se mai poată finanța de pe piețele financiare. Dar, măsurile luate de noul guvern instalat în noiembrie 2011 și cumpărările masive de obligațiuni italiene de către BCE au reușit să reducă costul finanțării suverane fără a recurge la ajutor financiar, soluție considerată de autoritățile italiene ca fiind contra-productivă ținând seama de dimensiunea economiei. Spania a acceptat asistența tehnică de la Troika instituțiilor internaționale (CE, BCE și FMI), în iulie 2012, în contextul primirii unui ajutor european de până la 100 miliarde euro pentru recapitalizarea sectorului financiar.

Începutul crizei ZE, în septembrie 2008, marcat de decizia guvernului irlandez de a garanta, vreme de doi ani, depozitele și datoria suverană a 6 instituții financiare, a găsit UEM fără un mecanism de administrare a crizelor. Măsurile de reformare a guvernancei UEM au fost treptate și adoptate ca reacții la diversele manifestări ale crizei. Capitolul 2.3.1. prezintă pe larg reformarea mecanismelor preventive și corective.

1.3.4. Convergența reală în statele membre fondatoare ale zonei euro

Ritmul mediu anual de creștere PIB pentru majoritatea statelor membre ZE11 a variat, în intervalul 2-4%, în primul deceniu de funcționare și, între 0-2% ,în ultimii 5 ani. Spania și Portugalia au intrat în ZE cu cel mai mic PIB/capita de 14 mii euro, respectiv de 11 mii de euro, față de 21 mii de euro cât avea ZE10 înainte de aderarea celor 2 state (fără a lua în considerare Luxemburg); aceste valori au reprezentat 66%, respectiv 52% din media ZE10 (în puterea de cumpărare standard ponderea a fost de 82%, respectiv 68%). În 2014, situația acestor țări este aproximativ aceeași: PIB/capita reprezintă 68% din media ZE10 în Spania și, 51% în Portugalia (în puterea de cumpărare standard, ponderea în media ZE10 a fost de 81% și respectiv 69%) (Tabel A1.2). Procesul de recuperare a decalajului nu a avut loc în cazul Portugaliei, iar Spania ce a câștigat până la izbucnirea crizei a pierdut în largă măsură după criză. Creșterea PIB/capita în toate țările din ZE11, cu excepția Irlandei și Luxemburgului, a fost între 1,5 și 1,9 ori în perioada cuprinsă între momentul adoptării euro (1999) și 2015 (Grafic 1.8).

Grafic 1.8: PIB/capita în ZE11



Sursa: AMECO

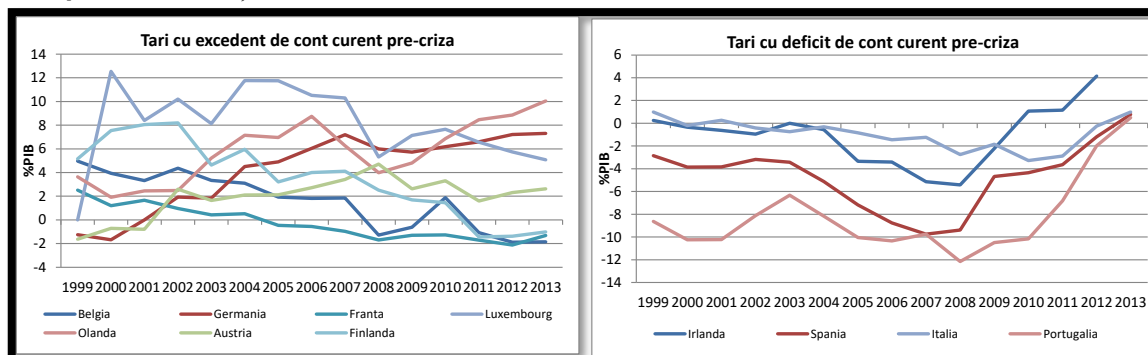
Comerțul internațional cu bunuri a crescut după adoptarea euro în toate țările ZE11 materializându-se beneficiul adoptării monedei unice, dar ritmul exporturilor și importurilor totale a fost mai ridicat decât cel al exporturilor și al importurilor intra ZE11 (Tabel A1.3), indicând că mare parte a expansiunii s-a datorat avântului comerțului extra ZE11. Balanța comercială a Germaniei a fost relativ echilibrată în raport cu ZE11, deși per total a fost excedentară.

Contul curent și contul financiar

Contul curent agregat al ZE11 a fost echilibrat în fiecare an de după 1999. Cu excepția Portugaliei, dezechilibrul contului curent în momentul trecerii la moneda unică nu a fost mare în nici unul din statele membre, în ciuda contului de capital liberalizat (Grafic 1.9). Înainte de izbucnirea crizei financiare, din cele 4 țări cu deficit de cont curent, Spania și Portugalia au avut deficite excesive, Portugalia preponderent de când a intrat în ZE, iar Spania începând cu 2005. Iar

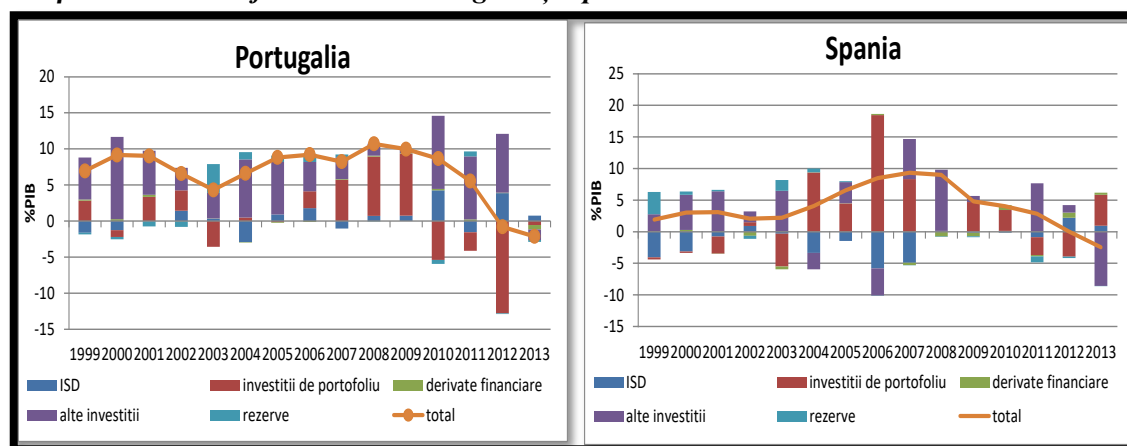
finanțarea deficitelor a fost pe bază de capital volatil: fie investiții de portofoliu, fie alte investiții ce includ împrumuturile (Grafic 1.10). Mișcarea capitalului din centru către periferie a fost un șoc asimetric, dar manifestat gradual.

Grafic: 1.9: Balanța contului curent în ZE11



Sursa: Eurostat

Grafic 1.10: Contul financiar în Portugalia și Spania

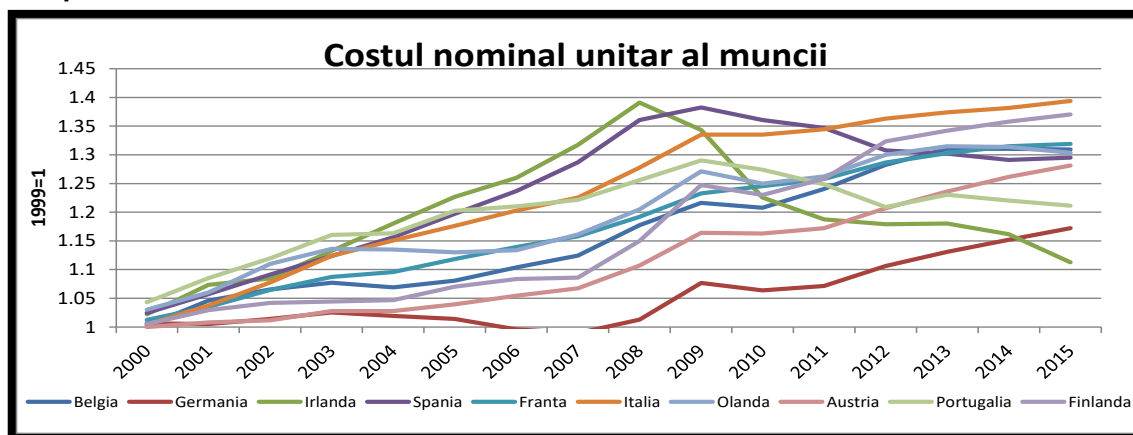


Sursa: Eurostat

Schimbarea fluxului de capital s-a întâmplat cu repeziciune obligând ambele țări să recurgă la împrumuturi de la instituțiile financiare internaționale și la ajustări interne majore, pe baza devalorizărilor interne pentru restabilirea competitivității. Până în 2007 aceste țări au avut cele mai mari creșteri ale costului nominal al muncii comparativ cu 1999: de 30-40% în Irlanda și Spania, de 25% în Portugalia și Italia (Grafic 1.11). Cu excepția Italiei, ajustări puternice au avut loc după 2008 astfel că în 2015 Irlanda a ajuns să aibă creșterea costului unitar sub creșterea înregistrată în Germania de circa 18%- cea mai mică din ZE11-, iar în Portugalia creșterea a fost de 20% și în Spania de 30% la paritate cu restul țărilor din ZE11.

Predicția teoriei ZMO în privința ajustărilor costisitoare în cazul șocurilor asimetrice în lipsa mobilității forței de muncă și a transferurilor fiscale s-a adeverit. Ceea ce nu s-a prevăzut a fost ca țările lovite de șocuri vor avea costuri atât de mari încât să pună sub semnul întrebării solvabilitatea suverană, iar aceasta să pună sub semnul întrebării solvabilitatea sistemului bancar, care deține majoritatea datoriei suverane. A devenit limpede că datorită lipsei împrumutătorului de ultimă instanță (de Grauwe, 2011), când creditorii refuză să cumpere datoria suverană, criza de lichiditate riscă să se transforme în faliment suveran.

Grafic 1.11: Costul unitar al muncii în ZE11

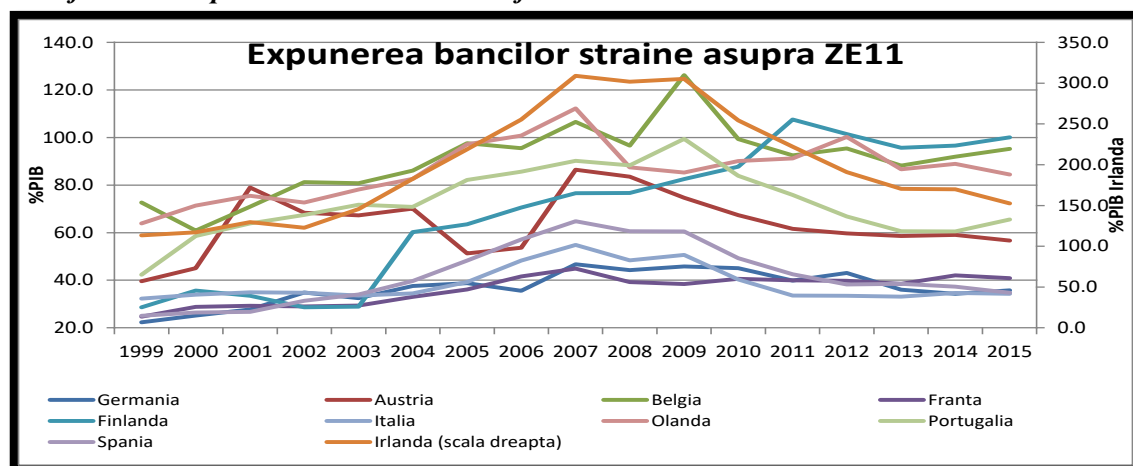


Sursa: Eurostat

Creditarea transfrontalieră, intermedierea financiară și datoria privată

Integrarea financiară a luat avânt după crearea monedei unice și până la izbucnirea crizei financiare internaționale (Grafic 1.12). După care a urmat o prăbușire abruptă. În 2007 față de 1999 expunerile cele mai mari le-au înregistrat Irlanda (5,8 ori), Spania (4,7 ori), Finlanda (3,9 ori), Portugalia (3,1 ori). O mare parte a acestor capitaluri au ieșit după 2007. Procesul de reducere a bilanșurilor (deleveraging) băncilor a afectat toate țările, dar efectul negativ a fost mai mare în Spania, Portugalia, Irlanda și Italia. Expunerile băncilor străine în 2015 au fost jumătate din expunerea avută în 2007 în Spania, Irlanda, 74% în Portugalia și 64% în Italia (Tabel A1.4).

Grafic 1.12: Expunerea băncilor străine fata de ZE11



Sursa: Eurostat

Îndatorarea privată (Tabel 1.2) judecată după dinamica evoluției creditului neguvernamental a crescut simțitor în Irlanda, Finlanda, Franța și Spania. În aceste țări, creșterea îndatorării a fost însoțită de creșterea prețurilor proprietăților rezidențiale. Începând cu 2008 trendul s-a inversat puternic.

Tabel 1.2: Dinamica creditului neguvernamental și a prețului proprietăților rezidențiale în ZE11 (ritmuri anuale reale)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015

AT	ppz	-3,6	2,4	2,0	2,1	-1,1	3,5	4,4	3,0	4,8	2,9	1,4	3,5
	cng	3,3	11,5	4,7	4,9	7,4	-0,9	1,0	-1,2	-2,1	-3,7	-2,4	0,3
BE	ppz	6,1	9,7	6,4	4,8	1,2	-0,1	1,4	1,0	0,2	0,1	-1,1	1,0
	cng	1,7	8,1	9,4	13,9	-4,8	-5,3	-4,2	-5,3	-3,9	3,4	5,8	6,5
DE	ppz	-2,4	-0,3	-1,4	-3,7	-0,3	1,2	-0,9	1,4	1,8	1,8	2,2	4,1
	cng	-2,5	-1,6	-0,2	1,4	1,9	-0,6	-1,1	-0,2	-1,4	-5,2	0,4	2,2
ES	ppz	13,0	9,8	9,5	6,3	-4,8	-5,8	-3,7	-9,8	-16,8	-10,0	0,1	4,1
	cng	14,4	22,9	21,4	13,4	2,3	-1,3	-1,2	-5,9	-12,0	-11,6	-6,4	-3,2
FR	ppz	12,7	13,3	9,7	3,6	-1,8	-4,9	3,6	3,9	-1,9	-2,6	-1,7	-1,3
	cng	5,7	7,3	9,8	12,4	3,7	-0,8	4,2	1,3	-0,7	-1,2	0,1	2,1
IE	ppz	9,3	6,5	12,0	4,3	-8,4	-13,2	-10,3	-15,4	-12,0	0,4	11,1	9,8
	cng	23,4	24,3	18,9	16,0	-3,9	-7,1	-19,0	-8,6	-5,0	-8,1	-17,3	-10,9
IT	ppz	3,7	5,4	3,1	2,7	-0,5	-0,1	-2,2	-2,1	-5,4	-6,9	-4,6	-2,7
	cng	3,0	5,6	8,9	8,1	1,5	1,0	6,7	-1,6	-2,2	-5,0	-1,4	-0,5
LX	ppz	11,6	8,2	8,4	4,7	1,0	-1,8	4,3	1,1	2,4	3,7	3,7	5,1
	cng	-0,2	12,6	7,5	25,9	7,4	-5,7	0,4	-1,6	-10,5	-6,8	3,4	7,1
NL	ppz	2,4	3,2	1,6	2,5	0,0	-3,5	-2,7	-4,0	-8,0	-8,2	0,0	3,6
	cng	8,6	7,6	3,9	4,5	1,7	4,4	-3,6	1,3	0,6	-4,1	7,3	0,4
PT	ppz	-1,6	-1,5	-1,4	-1,9	1,0	1,0	-1,0	-6,5	-8,7	-2,7	3,6	2,4
	cng	2,6	5,2	7,5	9,3	6,1	4,2	-1,2	-6,9	-9,4	-6,1	-6,3	-4,4
FI	ppz	7,7	7,1	5,6	3,9	-2,5	-0,4	4,8	0,0	-0,4	-1,3	-1,9	-0,2
	cng	11,2	11,7	10,2	10,5	7,6	-1,0	3,6	4,9	3,7	3,0	1,9	0,6

Notă: ppz - prețul proprietăților rezidențiale; cng - credit neguvernamental

Sursa: Eurostat

Merită stăruit însă asupra unui ciclu ce reunește economiile naționale cu “piață unică”, cu dinamica sistemului financiar; este vorba de un “ciclu financiar” (financial cycle, în terminologia experților de la Banca de Reglementări Internaționale/BIS), care acoperă o perioadă de expansiune și restrângere a creditării. Acest ciclu ar fi mai lung (10-15 ani) decât cel al afacerilor cel din urmă referindu-se la distanța între recesiuni obișnuite. Cum arată Rogoff și alții (2012), Borio (2013) și alții, ciclul financiar aduce supra-îndatorare (debt-overhang). Abordarea prin grila ciclurilor financiare are în vedere rolul finanței (al banilor) în dinamica economiilor și este în contrast de interpretarea de tip “real business cycle”, care poate fi așezată la baza macro-modelării așa cum s-a format în ultimele decenii. Cum a arătat criza actuală, neglijarea aspectelor financiare, credința aproape oarbă în reglajul fin făcut de piețe și inexistența unor “eșecuri de piață” majore a amputat din sensibilitatea la riscuri sistemice.

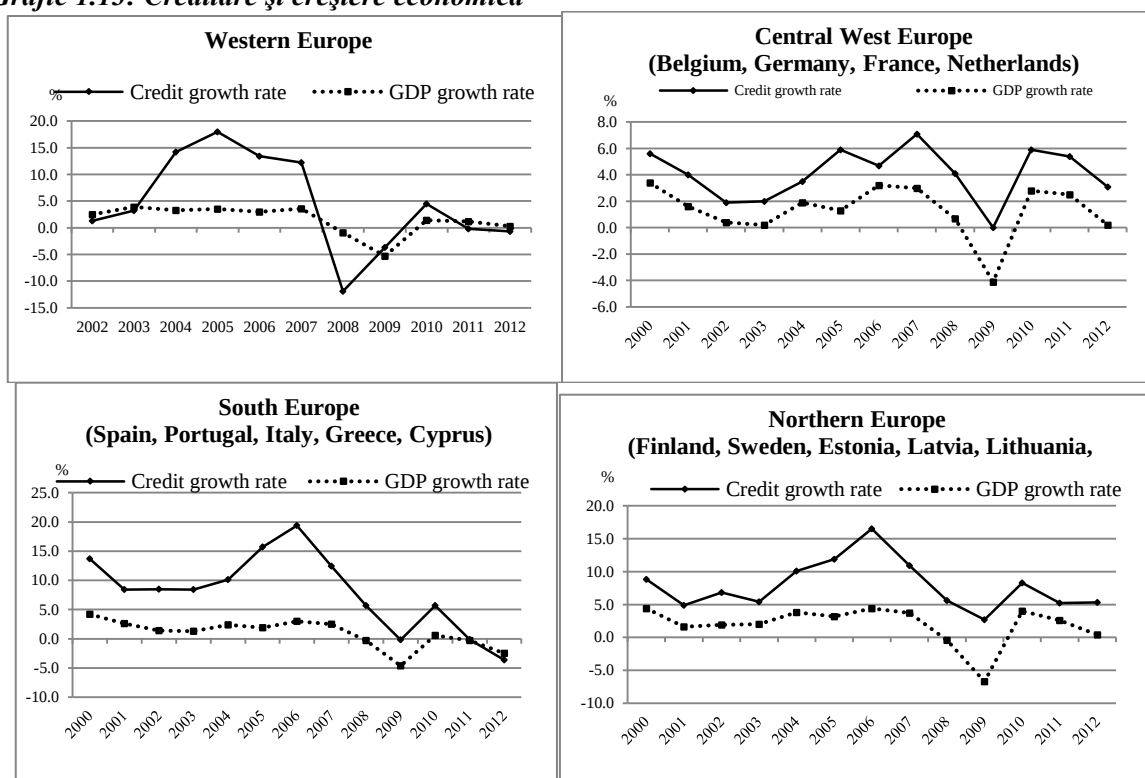
De aici și erori mari în înțelegerea mișcării economiilor, a genezei unor fluctuații. Borio (2013) are o exprimare cu multă semnificație când spune că “fără finanță, modelele macro-economice sunt precum Hamlet fără prinț”. Și băncile centrale au fost unilaterale în practicarea regimului de țintire a inflației lăsând pe plan secundar dinamica agregatelor monetare. Axel Weber (2015), fost șef al Bundesbank, dă dovadă de multă franchețe din acest punct de vedere. Ciclul financiar oferă o explicație pentru evoluții de tip “boom and bust” (avânt și prăbușire), cum s-a văzut și în România ultimului deceniu, când creditul a înaintat în termeni reali cu 30-40% în unii ani. Și în țările baltice, Ungaria, Bulgaria, au fost consemnate creșteri puternice ale creditului real. Graficul 1.13 ilustrează relația între credit și creștere economică în diverse grupe de țări europene;

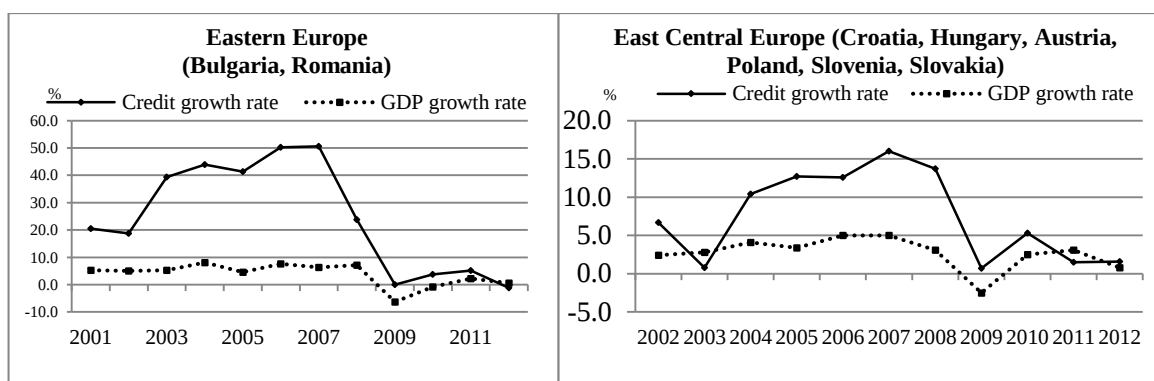
este vizibilă explozia creditului în anii pre-criză și implozia unor economii când piețele au înghețat (vezi și Daianu, 2016e).

Dinamica creditului în economiile emergente europene a fost similară cu cea înregistrată în țări mai puțin dezvoltate din ZE – Spania, Portugalia, Irlanda, Grecia, etc. Ciclul “avânt și prăbușire” a avut deci alura unui ciclu de supra-îndatorare, ce a fost ilustrat, mai ales în unele țări, de deficite externe considerabile, care au provocat crize de balanță de plăți. Așa s-a întâmplat și în România, unde îndatorarea externă din anii 2004-2008 a condus la deficite de două cifre, cu aglomerare de scadențe. Deși cu o datorie publică redusă în 2008 (14% din PIB), România a fost amenințată de incapacitate de plată pe fondul înghețării piețelor financiare și a crizei de lichiditate prin care trecea. Ce unii par să nu înțeleagă este că, pentru piețele financiare, ce contează în ultimă instanță este datoria externă totală, publică și privată.

Deficitele externe ale României din anii 2007 și 2008 au fost alimentate nu numai de explozia creditului, de îndatorarea sectorului privat prin excelență, ci și de măsuri pro-ciclice; cota unică a generat venituri mai mari, care au îmboldit băncile să acorde credite. Să amintim că băncile erau cvasi-oarbe în privința riscurilor pe care îndatorarea foarte rapidă le crea; erau atente la stocul de credite (încă mic față de cel din economiile mature) neglijând viteza îndatorării externe și scadențele datoriilor. Fapt este că politici macro pro-ciclice au stimulat consumul în anii pre-crizei și au condus la deficite externe mari. De aici și tăvălugul ce a venit odată cu criza, implozia economiei autohtone. Anii 2007-2008 sunt o lecție.

Grafic 1.13: Creditare și creștere economică





Sursa: Eurostat, conturile sectoriale europene (BCN; alte instituții financiare) (Dăianu, în Nowotny et. Al, 2015, p. 210)

Intermedierea financiară, măsurată ca raport al creditelor neguvernamentale în PIB, a crescut culminând în momentul de maximum până la 210% în Irlanda, 170% în Spania, Olanda și 160% în Portugalia (Grafic 1.14). În restul țărilor, intermedierea financiară a variat între 70 și 110% din PIB. Multe țări din ZE11 au recurs la bani publici pentru salvarea băncilor în dificultate, iar Irlanda, Portugalia și Spania au avut de înfruntat crize bancare care au amenințat cu intrarea țărilor în incapacitate de plată.

Pachetul financiar de salvare a Irlandei în perioada 2010-2013 a totalizat 85 miliarde euro, din care: (i) contribuții proprii (17,5 miliarde euro, de la Trezoreria irlandeză și de la Fondul Național al Rezervei de Pensii) și, (ii) sprijin financiar extern (67, 5 miliarde euro, din care s-au tras efectiv: *21,7 miliarde euro de la EFSM (European Financial Stabilisation Mechanism), *17,7 miliarde euro de la EFSF (European financial Stability Fund), inclusiv împrumuturile bilaterale acordate de Regatul Unit al Marii Britanii (3,8 miliarde euro), Suedia (0,6 miliarde euro) și Danemarca (0,4 miliarde euro) și, *19,5 miliarde de la FMI)¹⁴.

Programul financiar de salvare a Portugaliei în perioada 2011-2014 a fost de 78 miliarde euro, finanțat în totalitate de creditorii externi: (i) mecanismele europene de salvare (24,3 miliarde euro sume trase efectiv prin EFSM și 26 miliarde euro prin EFSF) și o linie de credit de la FMI (26,5 miliarde euro)¹⁵.

Spania a beneficiat, în perioada 2012-2014 (18 luni), de un program de asistență financiară special direcționată spre recapitalizarea instituțiilor financiare, în sumă maximă de până la 100 miliarde euro, din care a utilizat 38,9 miliarde euro pentru recapitalizarea sistemului bancar (ca ajutor de stat, în conformitate cu planurile de rezoluție aprobate de CE) și 2,5 miliarde euro pentru recapitalizarea fondului de investiții Sareb¹⁶.

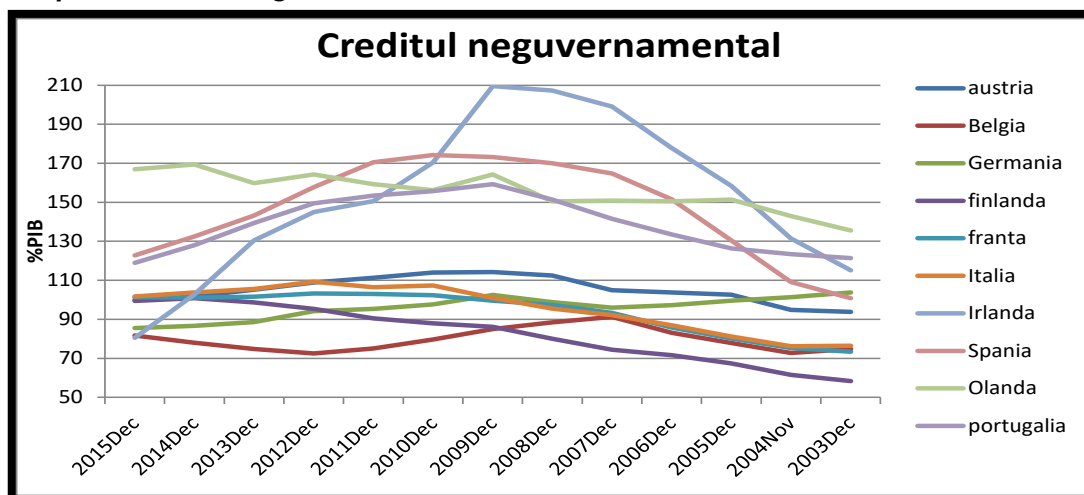
În prezent toate cele trei țări sunt în programul ex-post de supraveghere până când 75% din asistența financiară primită va fi replătită.

¹⁴ Pentru detalii a se vedea http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/ireland/index_en.htm.

¹⁵ Pentru detalii a se vedea http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/portugal/index_en.htm.

¹⁶ Pentru detalii a se vedea http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/spain/index_en.htm.

Grafic 1.14: Credit neguvernamental în ZE11



Sursa: Eurostat

Privind în retrospectivă, îngrijorările privind funcționarea ZE au fost mai mult decât validate. În plus, funcționarea sistemului bancar (financiar), ce nu a intrat în analiza ZMO, a arătat ca statele ZE, pentru ca să poată trece peste șocuri asimetrice majore precum a fost criza financiară, trebuie să aibă un sistem pan-european de garantare a depozitelor și un împrumutător de ultima instanță, alături de mobilitatea forței de muncă și de integrarea fiscală.

Câteva concluzii se conturează din experiența ZE11:

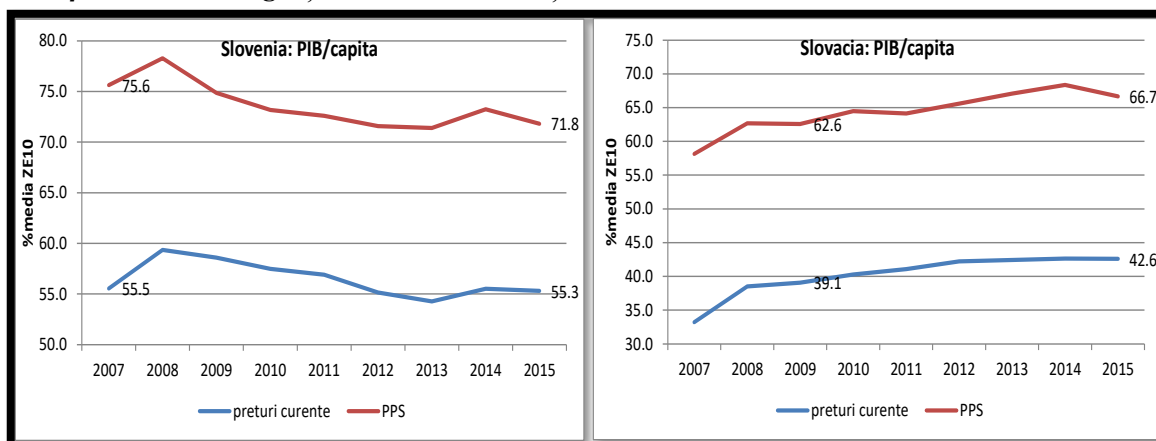
- ZE a permis recuperarea decalajelor de venit/capita cu prețul unor dezechilibre externe mari, care au reclamat politici de corecție extrem de costisitoare. După 2009, parte din convergența reală a fost inversată.
- Aderarea la moneda unică a țărilor cu un decalaj mare de PIB/capita față de media ZE nu asigură convergența reală în sine.
- Pentru țările cu venituri/capita considerabil sub media ZE moneda unică poate ușor rezulta în acumulare de dezechilibre, care cu greu se pot corecta.
- Îndeplinirea criteriilor de la Maastricht la momentul aderării nu a însemnat și menținerea lor pentru țările cu decalaj mare de venit. Iar devierea persistentă în termeni de inflație a însemnat dobânzi reale mai mici și aprecierea cursului real de schimb. Se pare că atunci când inflația este mai mare și dobânda pe termen lung pentru datoria suverană mai mică cu peste o jumătate de punct procentual peste inflația țintită de BCE, precum au avut-o în mod persistent țările care după declanșarea crizei financiare au avut probleme majore, politica monetară unică nu mai este adecvată și dezechilibre externe și interne se acumulează.
- Moneda unică a creat percepția printre investitori că riscurile asociate fluxurilor de capitaluri transfrontaliere în UEM au fost eliminate. Rezultatul a fost o mișcare masivă de capitaluri din centru către periferie, de fapt o sursă continuă și graduală de șocuri asimetrice cu efecte devastatoare în momentul opririi când periferia a fost lăsată cu costul muncii prea mare pentru a fi competitivă.
- Povara fiscală a țărilor periferice a devenit atât de mare încât amenința cu intrarea în incapacitate de plată. Problemele de ajustare au devenit urgențe fiscale.

- Îndatorarea privată s-a acumulat în scurt timp mai ales în țările care au avut ulterior probleme. În perioada 2003 – 2008, intermedierea financiară a crescut cu peste 80% în Irlanda, cu 70% în Spania și cu 30% în Portugalia pornind de la valori deja ridicate.
- Creșterea integrării financiare și de-reglementarea intermedierei financiare ce au caracterizat perioada de dinaintea izbucnirii crizei financiare din 2008 au crescut costurile de stabilizare a zonelor monetare și a regimurilor de curs de schimb fix.

1.3.5. Convergența reală în Slovenia și Slovacia

Evoluția convergenței reale a Slovaciei și a Sloveniei merită a fi studiată, ca punct de referință pentru o analiză aprofundată a procesului de aderare la ZE. Deși comparativ cu România, Slovacia și Slovenia sunt 2 state mult mai mici din punct de vedere geografic¹⁷ și demografic¹⁸, acestea au câteva aspecte în comun: în primul rând, împart moștenirea comună istorică a apartenenței la sistemul economiilor socialiste centralizate de dinainte de 1989 (deși Slovenia, ca parte a fostei Iugoslavii, avea implementate câteva mecanisme de piață); în al doilea rând, după cucerirea independenței (1991, în cazul Sloveniei, prin dezmembrarea politică și economică a Iugoslaviei și 1993, în cazul Slovaciei, prin dizolvarea pașnică a Cehoslovaciei), aceste state foste comuniste au pornit pe calea tranziției către economia de piață. Ceea ce le diferențiază de România este nu numai momentul aderării la UE (1 mai 2004), și cel al adoptării monedei unice (1 ianuarie 2007 pentru Slovenia, respectiv 1 ianuarie 2009 pentru Slovacia), dar mai ales evoluția convergenței reale înainte de ZE și, ulterior, în interiorul ZE.

Grafic 1.15: Convergența reală în Slovenia și Slovacia



Sursa: Eurostat, calcule proprii

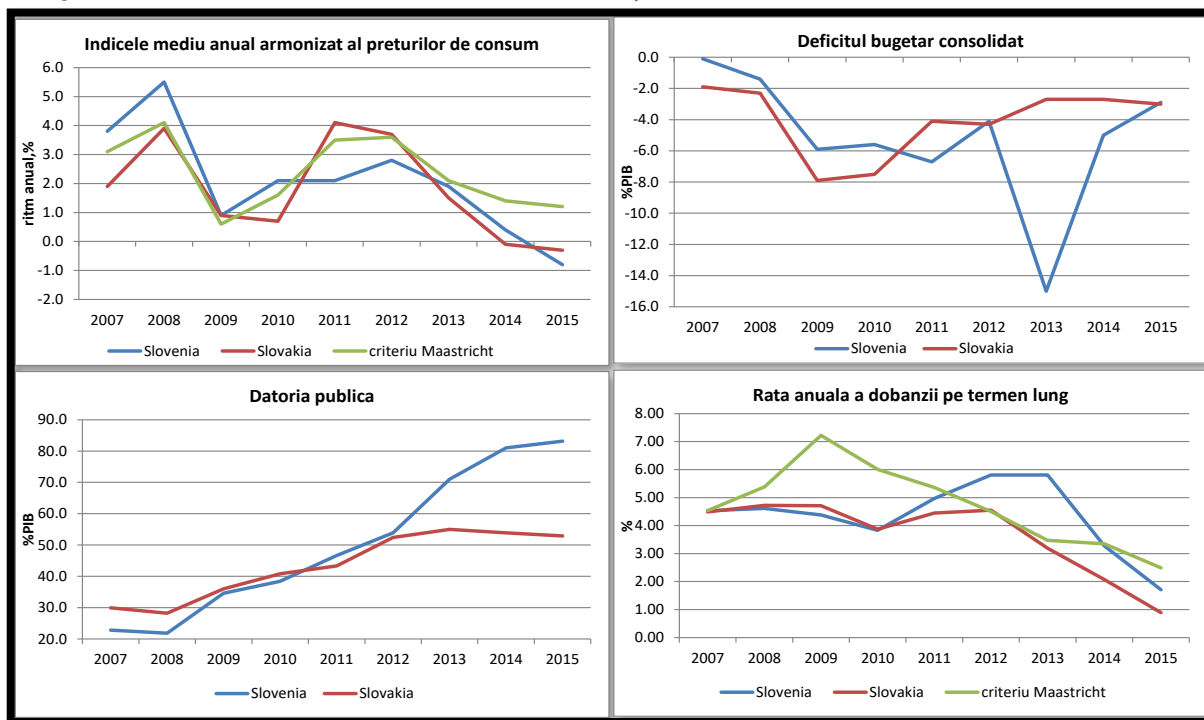
În anul adoptării monedei unice, Slovenia a avut PIB/capita în prețuri curente 56% din media ZE10, iar Slovacia 39% din media ZE, iar PIB/capita în PPS a fost de 76% respectiv 63% din media ZE10. Slovenia a avut o performanță mai bună la momentul aderării decât Portugalia, dar mai slabă decât Spania, iar Slovacia s-a situat sub performanța ambelor țări. În 2015, față de momentul aderării, Slovenia a regresat având un PIB per capita în prețuri curente și în PPS de 55%

¹⁷ Suprafața teritorială a Sloveniei este de 20.273 km² iar cea a Slovaciei de 49.000 km².

¹⁸ Populația Sloveniei este de 2,1 milioane locuitori iar cea a Slovaciei de 5,4 milioane locuitori.

respectiv 72% din media ZE10, iar Slovacia a avansat la un PIB per capita de 43% (+4pp) în prețuri curente și 67% (+4pp) în PPS din media ZE10. În aceeași perioadă, 2009-2015, PIB/capita în PPS a avansat cu 6,3pp în România, 7,3pp în Polonia, 2,7pp în Cehia și 2,3pp în Ungaria, în timp ce a stagnat în Bulgaria. De unde ar putea reieși că România și Polonia, păstrând moneda proprie, au depășit performanța Slovaciei, în timp ce Ungaria, Cehia, păstrând moneda proprie și, Bulgaria cu cursul fix față de euro, au avut o performanță sub cea a Slovaciei.

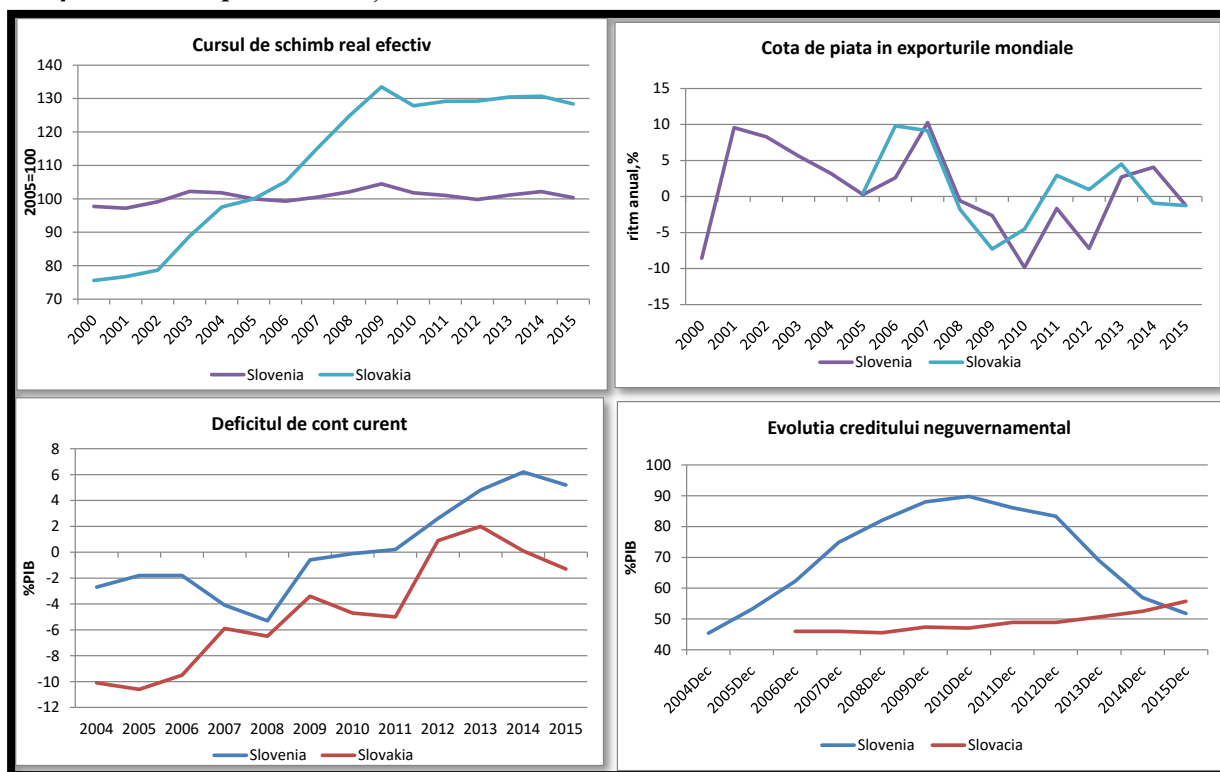
Grafic 1.16: Criteriile de la Maastricht în Slovenia și Slovacia



Sursa: Eurostat, calcule proprii

Slovenia a trecut printr-o criză bancară în 2013, ceea ce a dus la creșterea explozivă a deficitului bugetar și a datoriei publice peste pragul stabilit de criteriile de la Maastricht (Grafic 1.15). Slovacia a avut deficite excesive în primii patru ani de la aderare, ceea ce a dus la creșterea rapidă a datoriei publice până la 55% din PIB în 2013, după care a reușit o stabilizare. Ambele țări au reușit stabilizarea cursului real efectiv la nivelul anului aderării și redresarea deficitului de cont curent. Slovenia a ajuns să aibă excedent de cont curent începând cu 2012. În Slovacia după revigorarea consumului în 2014 excedentul de cont curent s-a transformat în deficit moderat. În ambele țări, dinamica cotei de piață în exporturile mondiale a fluctuat în banda de $\pm 10\%$, dar ca nivel s-a menținut după aderarea la ZE la 0,16% în cazul Sloveniei și la 0,39% în cazul Slovaciei (cota de piață a României în 2014-2015 a fost de 0,35%). Atât Slovenia cât și Slovacia au o producție competitivă generatoare de exporturi masive reprezentând peste 80% din PIB în Slovacia și 60% din PIB în Slovenia. În Slovacia intermedierea financiară a fost relativ stabilă (în jur de 50% din PIB) după aderarea la ZE, cu un început de accelerare în 2015 (Grafic 1.16). În Slovenia criza bancară a redus drastic gradul de intermediere financiară de la 80% din PIB la 50% din PIB.

Grafic 1.17: Competitivitatea și îndatorarea



Sursa: Eurostat, calcule proprii

Vedem deci că, în ce privește PIB/locuitor, în termeni PPS, Slovenia a regresat după aderare, iar Slovacia a progresat puțin. Morala ce se desprinde și din experiența acestor două țări este aceasta: dacă: 1/competitivitatea este păstrată (se bazează pe creșteri sistematice de productivitate) și există un sector generator de exporturi masive, 2/finanțele publice nu înregistrează în mod persistent deficite excesive și, 3/sistemul bancar este sănătos și evită o creditare nesustenabilă, atunci convergența reală în ZE este posibilă pentru o economie mică și deschisă.

1.4. Câteva constatări privind funcționarea Uniunii Economice și Monetare

Până la izbucnirea crizei financiare internaționale funcționarea ZE a generat creștere economică pe baza intensificării relațiilor comerciale, a mișcării capitalului, de la țările bogate către cele sărace, permițând țărilor sărace să economisească mai puțin, să investească mai mult și, să recupereze decalajul față de ZE. Nu s-a întâmplat pe de-a întregul întocmai. O comparație a ritmului mediu anual de creștere a PIB în perioada 1999-2013 cu deficitul mediu anual de cont curent în PIB al perioadei pentru ZE11, arată că cele mai dinamice țări au fost cele cu deficit de cont curent mic (Franța, Italia, Irlanda) și țările cu excedent de cont curent (Finlanda, Austria, Germania, Belgia, Olanda, Luxemburg), iar țările cu deficit de cont curent mare au avut dinamica cea mai lentă (Spania și Portugalia, Grecia).

Tabel 1.3: Ritmul mediu anual PIB si deficitul mediu al contului curent, 1999-2013

	PT	GR	ES	IE	IT	FR	BE	AT	FI	DE	NL	LU	BG	RO	HU	PL	CZ
Ritm mediu PIB,%	0,6	0,3	1,9	3,6	0,3	1,6	1,8	1,8	1,9	1,3	1,6	2,8	3,3	3,6	2,1	4,0	2,7
Deficit mediu cont curent, %PIB	-8,2	-7,7	-4,7	-1,1	-0,9	-0,3	1,6	1,9	3,5	4,2	5,9	8,3	-7,4	-6,2	-4,7	-4,3	-3,2
Media ritm PIB	0,9			1,8			1,9						3,1				
Media deficit cont curent, %PIB	-6,9			-0,8			4,2						-5,2				

Sursa: calcule proprii pe baza datelor Eurostat

În aceeași perioadă, ultimele state membre din ECE care au aderat la UE și care acum sunt în afara ZE (pe scurt, NSM5, adică Bulgaria, Cehia, România, Ungaria, Polonia) au avut un deficit de cont curent mediu de 5,2% din PIB și ritmul mediu anual de creștere PIB de 3,1%. Convergența care s-a realizat în interiorul ZE, înainte de criză, a fost în largă măsură nesustenabilă (Praet, 2014). Iată de ce:

a/ Decalajul de venituri în ZE11 la momentul aderării a fost prea mare. Potențialul mare de dezvoltare al țărilor cu venituri mai mici a imprimat un clivaj de comportament economic față de restul țărilor din uniune. Frieden (2016) a arătat că, și istoria formării uniunii monetare americane a fost marcată de aceleași diferențe de interese economice între cei din regiunile cu creștere rapidă care favorizau condiții monetare și de credit expansioniste, adică dobânzi reduse, standarde laxe de reglementare și, eventual, cheltuieli guvernamentale mai agresive (“easy money”) și regiunile mai stabile și mai dezvoltate care favorizau mai puțină inflație, politică monetară mai strictă și cheltuieli guvernamentale moderate (“hard money”). Iar experiența SUA a arătat că de armonizarea acestor interese divergente depinde evoluția uniunii monetare.

b/ Criteriile Maastricht nu au fost îndeplinite la momentul aderării: nivelul datoriei publice în Portugalia, Italia, Belgia nu le-ar fi calificat pentru adoptarea euro în 1999.

c/ Politica monetară unică nu a fost adecvată. Nevoia de recuperare a decalajelor (“catching up”) în țările mai sărace a jucat rolul unui șoc asimetric perpetuu. Prețurile din aceste țări au fost sistematic mai mari decât în restul zonei fie din cauza dinamicii salariilor peste productivitate (efectul Balassa-Samuelson), fie din cauza politicii fiscale pro-ciclice. În consecință, dobânzile reale erau mai mici decât în restul uniunii și invitau la îndatorare, iar cursul real era în continuă apreciere periclitolând competitivitatea sectorului bunurilor comercializabile. Devalorizarea internă a rămas singura metodă de reechilibrare a balanței externe. Iar în condițiile dobânzilor nominale zero aceasta însemna scăderea salariilor.

d/ Înainte de criză piața nu a funcționat ca disciplinator al îndatorării publice și/sau private, dobânzile nominale au convers, eliminându-se marja riscului creditării, în ciuda faptului că fundamentele economiilor țărilor din ZE erau diferite atât în ceea ce privește motoarele de creștere cât și capacitatea lor de îndatorare.

e/ Procedura de deficit excesiv a fost prea laxă, ce a permis acumularea datoriei publice, a anulat spațiul de manevră a politicii fiscale și posibilitatea de a acționa anti-ciclic în vremuri de criză. După criză criteriile PSC par să împiedice mecanismul de ajustare simetrică, adică compensarea austerității în țările care au apelat la ajutor financiar cu stimulare fiscală în restul ZE, care ar fi putut ușura trecerea prin recesiune a întregii zone.

f/ A fost subestimată supra-îndatorarea sectorului privat și relația cu deficitele externe. Lipsa supravegherii și rezoluției bancare comune a exacerbat avântul ciclului financiar în țările cu decalaj de venit și a limitat potențialul de partajare a riscului în perioada de prăbușire.

g/ Mișcarea liberă a fluxurilor de capital și integrarea financiară a dus la creșterea creditării și în același timp a îndatorării sectorului privat și public. Faptul că mare parte a creditului privat a susținut sectorul bunurilor necomercializabile și consumul a contribuit la accelerarea acumulării deficitelor externe. Cazul Spaniei (Otero-Iglesias, 2016) arată că reglementatorii sistemelor bancare au nevoie de instrumente de intervenție anti-ciclice care să compenseze efectele necorespunzătoare ale politicii monetare unice, de planuri de rezoluție care să permită o intervenție rapidă. Identificarea problemelor și acțiunea timpurie sunt esențiale pentru reducerea costurilor de salvare. Actualul mecanism de rezoluție de bail-in a instituțiilor de creditare nu este potrivit pentru o criza sistemică care cuprinde instituții mari cu activitate transfrontalieră. Activitatea de supraveghere a instituțiilor bancare este la fel de importantă precum reglementarea și supravegherea partajată nu este eficientă pentru că fie standardul de exigență diferă printre reglementatori, fie în urma partajării supravegherii ar putea rămâne zone neacoperite.

h/ Lipsa împrumutătorului de ultimă instanță a amplificat problema lipsei de lichidități și riscul falimentului suveran. Împrumuturile în euro pentru oricare țară membră a ZE, datorită faptului că BCE îi este interzis rolul de împrumutător de ultima instanță, echivalează cu datorie externă, care expune țările la volatilitatea sentimentului investitorilor. Piețele financiare au o putere mare în uniunea monetară și pot împinge țările în echilibre rele cu dobânzi mari, austeritate excesivă și deflație.

i/ Băncile fiind deținătoarele datoriilor suverane, riscul de faliment suveran implică riscul de faliment bancar care întărește riscul de faliment suveran. Această situație a fost în cazul Portugaliei și a amenințat Italia, Spania și Belgia. Cercul vicios între bănci și statele suverane este susținut de faptul că în continuare datoria suverană constituie activul cu riscul zero și este acceptat drept colateral de către BCE. Din acest motiv, după aplicarea reglementărilor mai restrictive de capitalizare interesul băncilor pentru deținerea de datorie suverană în portofolii a crescut.

CAPITOLUL 2 -

ZONA EURO: REFORME INSTITUȚIONALE ȘI DE POLITICI (*POLICIES*)

Odată cu declanșarea crizei economice și financiare au ieșit la suprafață dezechilibre grave și hibe instituționale majore în interiorul ZE.

Capitolul 2 este structurat în cinci părți astfel încât să detalieze atât cauze care au fragilizat arhitectura ZE, cât și efecte asupra funcționării UEM; se face și o analiză a soluțiilor de gestionare a crizei și a problemelor ce mai sunt de clarificat pentru realizarea uniunii fiscale, a uniunii financiare și a uniunii politice. *Prima parte* evaluează efecte pe termen lung generate de diferențele de viziune a politicilor Proiectului construcției europene; încă de la început au existat anumite rezerve, nu numai cu privire la strategia procesului de integrare, incomplet în absența uniunii politice și a uniunii fiscale, dar și în ceea ce privește unitatea construcției europene. *A doua parte* detaliază lecții ale crizei (parțial evidențiate în Capitolul 1 drept constatări), cu scopul de a sublinia zonele de vulnerabilitate ale arhitecturii ZE: sub-optimalitatea ZE și faptul că ZE nu a asigurat convergență suficientă între statele membre, de aici și dezechilibrele mari dintre zona nordică și cea periferică, un portofoliu redus de instrumente specifice pentru amortizarea șocurilor asimetrice în perioade de crize, spațiul redus de manevră (*policy space*), în condițiile unor șocuri adverse puternice și, costurile mari asociate devalorizărilor interne, ca instrument de corecție în caz de dezechilibre macro-economice. *A treia parte* analizează soluții aplicate de statele membre pentru un management mai eficace al crizei și păstrarea echilibrelor post-criză, pe două fronturi paralele: stabilizarea politicilor fiscal-bugetare și instrumentele disponibile în prezent pentru absorbția șocurilor puternic asimetrice. *A patra parte* vorbește despre adaptarea modelului de guvernanță al BCE la realitatea post-criză și implicațiile unei posibile noi crize, dar și despre noile provocări pentru BCE într-o eră cu dobânzi foarte scăzute. *A cincea parte* examinează nevoia de adâncire a integrării UEM.

2.1. Arhitectura și funcționarea Uniunii Economice și Monetare – alte constatări

Am văzut în Capitolul 1 că proiectul UEM este o construcție unică în istoria monetară, proiectele precedente având ca fundament fie o uniune politică puternică care, împreună cu mecanismele de piață au sprijinit integrarea monetară și fiscală, fie un pol dominant de putere economică, care a condus politicile economice din statul-centru către statele-membre.

Proiectul UEM a fost incomplet încă de la început, fiind influențat atât de (i) îndoieli cu privire la cadrul instituțional și unitatea pe termen lung a proiectului de integrare, cât și de (ii) inconsistențe referitoare la funcționabilitatea UEM, știute fiind diferențele mari dintre structurile statelor membre și tendințele de fragmentare din interiorul pieței unice.

2.1.1. Îndoilei de debut privind Uniunea Economică și Monetară

În pofida realizărilor importante ale Proiectului European, încă de la început au existat teze care au alimentat ideea unei uniuni prea fragile ca să poată integra o comunitate de state membre atât de eterogene din punct de vedere istoric, economic (ca nivel de competitivitate) și culturii instituționale și politice.

a/ o parte din aceste teze considerau cadrul de integrare ca fiind incomplet, în absența uniunii politice și a uniunii fiscale, în vreme ce,

b/ o altă categorie avea dubii cu privire la unitatea ZE, căci inter-conectarea strânsă dintre statele membre a generat un anume tip de convergență, dar nu suficient de puternică încât să compatibilizeze economiile statelor membre.

Până la declanșarea crizei financiare și economice s-a trăit cu speranța că proiectul european poate funcționa în unitate, chiar dacă are la bază un format inadecvat de integrare și mizându-se pe pași mici, dar progresivi, de ameliorare a cadrului de integrare.

a/ Îndoilei cu privire la cadrul instituțional incomplet al proiectului integrării - lipsa uniunii politice și a uniunii fiscale

În primii ani de debut al Proiectului European a existat convingerea că, pentru funcționarea UEM era necesar (dar nu și suficient) un anume nivel de stabilitate monetară, un mediu favorabil creșterii economice și creării de noi locuri de muncă. Această teză nu era întâmplătoare, pentru că avea rădăcini istorice adânci în cadrul de stabilitate monetară instituit odată cu sistemul Bretton Woods pe care s-a clădit conducerea economiilor de piață din Europa, America de Nord și Japonia după cel de-al 2-lea război mondial. Stabilitatea monetară a fost formalizată prin Tratatul de la Roma care a instituit, pentru 6 state membre europene, o uniune vamală și o piață comună cu 4 libertăți fundamentale, ca repere de bază ale construcției europene.

Părinții fondatori, Jean Monnet și Robert Schuman, federaliști veritabili (Laffan și Mazey 2006, p.38), au fost conștienți că stabilitatea monetară nu este suficientă pentru ca proiectul european de integrare să reziste pe termen lung. După 50 de ani, realitatea post-criză a confirmat că UEM are probleme structurale critice, fiind asemănată cu „un castel clădit de-a lungul a zeci de ani, dar terminat doar în parte” (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.4), care a avut întotdeauna nevoie de mai mult, respectiv de:

- *o stabilitate valutară* care să susțină stabilitatea monetară, așa cum s-a văzut după turbulențele de pe piețele financiare (1968-1969) și după căderea sistemului Bretton Woods (1971);
- *o uniune fiscală* care să faciliteze apropierea structurilor divergente dintre statele membre și să susțină transferurile între statele membre pentru amortizarea șocurilor puternic asimetrice și facilitarea dezvoltării unei rețele de bunuri publice europene (European public goods)¹⁹ de care

¹⁹ Discuția aici nu se limitează la conceptul clasic al lui Paul Samuelson de „public good” (1954, p. 387) ci, abordează problema din perspectiva eficienței bugetului comun european de a genera și de oferi bunuri publice europene cum ar fi: macro-stabilitatea și funcționabilitatea ZE, ca un întreg (de exemplu, recente inițiative ale președinției slovice: Fondul pentru „zile ploioase” și Fondul comun de investiții), politici de integrare (de exemplu, piața unică), obiectivele UE (de exemplu, Strategia Europa 2020), politici comune de energie și mediu, de securitate externă și internă (controlul granițelor, protecția drepturilor de proprietate, etc), politici comune de piață a muncii (șomaj - de exemplu, recenta inițiativă a președinției slovice, Schema Europeană de Asigurări pentru Șomaj) (Begg, Sapir,

au nevoie cetățeni europeni (de exemplu, politici comune de apărare și de securitate pe termen lung pe un continent care a păstrat multă vreme vie în memoria colectivă dramele ultimelor 2 conflagrații mondiale). Până înainte de criză, Pactul de Stabilitate și Creștere (PSC) a fost singurul substitut agreeat de statele membre pentru un cadru fiscal comun. Faptul că PSC nu a fost respectat chiar de unele state fondatoare (Germania, Franța, Italia, etc.) a creat premise pentru alte state membre (Spania, Grecia, Portugalia) să dezvolte un anume tip de comportament care a încurajat încălcarea sau ocolirea regulilor comunitare. Din rațiuni politice, care adesea au primat în fața logicii economice, această practică a fost tolerată tacit, prin politica compromisului, pentru a întreține iluzia a unei UEM unite; pe termen lung însă, un PSC slab a încurajat creșterea gradului de îndatorare la cote îngrijorătoare, favorizând accentuarea dezechilibrelor macro-economice. Trebuie spus că îndatorarea publică a fost depășită de cea privată în numeroase state – potrivit logicii mișcării de capital între țările între care există decalaje mari de dezvoltare.

Înainte de izbucnirea crizei, integrarea fiscală a fost greu de consensualizat, cel puțin din câteva considerente:

- *problema suveranității*: voința politică divergentă între statele membre, în sensul renunțării la puterea decizională asupra politicii fiscale naționale și al gestionării în comun și pe termen lung a bunurilor publice europene (ex. politicile de securitate și de luptă împotriva terorismului, politica externă, fluxurile migratorii, politicile de mediu etc.);
- *problema unui cadru comun fiscal puternic*: lipsa de transparență a cadrului și a structurii bugetare europene (un PSC slab) a îngreunat procesul de revizuire periodică și, important de accentuat, de impunere de sancțiuni în cazuri de indisciplină fiscal-bugetară repetată, mai ales în rândul statelor membre fondatoare (Germania, Franța); iar atunci când regulile au fost revizuite, noile măsuri ținteau mai degrabă obiective generale (creșterea economică) decât obiective precise (creșterea competitivității pentru reducerea gap-ului structural);
- *problema transferurilor între statele membre*: pe măsură ce procesul de integrare europeană avansa, apăreau și evidențe cu privire la dezechilibrele economice, costurile fiscale și gap-ul structural care se adâncea între economiile și regiunile statelor membre, între zona nordică și cea periferică; implementarea unor pârghii fiscale specifice unei uniuni monetare autentice (de exemplu, o trezorerie comună a ZE) ar fi putut facilita transferurile fiscale temporare dintre statele membre sau dintre regiuni în cazul în care acestea sunt afectate de șocuri mari asimetrice (nu vorbim aici de transferuri fiscale permanente, care creează hazard moral și care riscă să transforme unele state membre în contributor net în favoarea statelor membre cu probleme). Însă divergențele politice dintre statele membre au frânat astfel de inițiative și au încetinit integrarea fiscală;
- *o uniune politică*²⁰ care să fie postamentul capabil să susțină întreaga construcție europeană (Spaak, 1961, citat de Monti, 2010, p.3). S-a mizat pe compromisul politic care alimenta speranța că proiectul european este incomplet dar se va îmbunătăți în timp (Delors, 1989); obiectivele inițiale ale integrării (crearea unei piețe comune unice care să administreze în comun producția de petrol și cărbune sau crearea unei politici agricole comune) au produs

Erikson, 2008, p. p.16 citat de Zulleg (2009, p.12-13)). Pentru o analiză mai aprofundată a se vedea Coeuré și Pisani-Ferry (2007), Zuleeg (2009) și Collignon (2013).

²⁰ Idee reconfirmată și de Issing, în 1991: „nu există nici un exemplu în istoria uniunilor monetare în care funcționarea acestora să nu se bazeze pe legătura cu statul-națiune”.

rezultate care au ajuns rapid la cetățeni, ceea ce a fost benefic pentru politicieni, pe termen scurt și mediu. Pe termen lung însă, inconsistențele de viziune politică și lipsa unei guvernante politice puternice care să susțină adâncirii proiectului integrării au amânat sine die găsirea de soluții care să absoarbă dezechilibrele din interiorul ZE. Arhitectura incompletă a UEM a generat convergență insuficientă accentuând totodată dezechilibrele macro-economice. Sesizând aceste inconsistențe, Raportul MacDougall atrăgea atenția încă din 1977 asupra necesității corelării UEM cu uniunea fiscală și cu uniunea politică, propunând, pentru fiecare stat candidat, ca o pre-condiție pentru construirea graduală a uniunii politice, introducerea unei perioade de integrare pre-federală în care fiecare stat candidat contribuia la bugetul comunitar cu o cotă între 2 și 2,5% din PIB (Raportul MacDougall, 1977, p. 11);

- *măsuri de reformă a guvernantei interne a ZE*: recomandările unor experți și lideri politici de-a lungul vremii au avut rolul de a semnaliza vulnerabilitățile Proiectului European de integrare. Deși o parte dintre aceste recomandări nu s-au putut concretiza în absența unui sprijin politic comun, realitatea a validat raționamentul lor: (i) recomandări cu privire la necesitatea sporirii eficienței coordonării, la nivel european, a politicilor economice naționale (Raportul Barre)²¹, (ii) recomandări cu privire la necesitatea unei viziuni de dezvoltare a UEM pe termen lung (Raportul Werner)²² și, (iii) recomandări cu privire la necesitatea unei viziuni geo-strategice de extindere a UE (Raportul Delors)²³, ca urmare a căderii zidului Berlinului și a destrămării comunismului în Europa de Est și, nu în cele din urmă, (iv) rapoarte de adâncire a integrării ZE, inclusiv în materie fiscală (rapoartele grupurilor Eiffel și Glieneker, studii Bruegel, Raportul celor 5 Președinți (2015), etc.).

b/ Îndoieli cu privire la unitatea pe termen lung a proiectului integrării. Actuala criză a arătat cât de interconectate sunt statele membre, mai ales cele din ZE; efectele acestei interconectări au fost de tip domino propagat în timp, pe măsură ce integrarea avansa:

- *pe de o parte*, procesul colectiv de cooperare între statele membre din ZE asigură un anumit tip de convergență a politicilor comunitare (politica monetară, politica agricolă, politica comercială, politica de coeziune socială, etc.), chiar dacă interconectarea s-a realizat într-un format incomplet²⁴, fără o armonizare integrală a politicilor naționale (politicile fiscal-bugetare, politicile externe și de securitate, etc.).

Situația a funcționat în parametrii normali și a ținut țările unite atâta vreme cât toate statele membre ale ZE aveau acces la finanțarea de pe piețele internaționale la costuri reduse, de regulă sub sau comparabile cu rata dobânzii de politică monetară a băncii centrale a Germaniei – considerată, tradițional, la nivelul cel mai redus; pe de altă parte, nici piețele financiare, respectiv nici sectorul

²¹ Raportul Barre, în 1969, a vorbit, pentru prima dată, despre necesitatea unei coordonări sporite a politicilor economice naționale la nivel comunitar; propunerile din acest raport au fost adoptate la Summitul de la Haga din 1969 care a decis oficial că UEM devine obiectivul prioritar al CEE.

²² Raportul Werner, în 1970, a avansat primele propuneri de înființare a UEM, în trei faze, pe durata a 10 ani, având ca obiective finale: convertibilitatea ireversibilă a monedelor, libera circulație a capitalurilor și fixarea definitivă a cursurilor de schimb sau chiar adoptarea unei monede unice; pentru a atinge aceste obiective, raportul sublinia necesitatea unei coordonări mai strânse a politicilor economice, ceea ce presupunea ca ratele dobânzilor și gestionarea rezervelor să fie decise la nivel comunitar, iar politicile bugetare naționale să fie armonizate. Detalii istorice despre conținutul Raportului Werner pot fi obținute de la adresa: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/werner_report_en.htm.

²³ Raportul Delors din 1989 care concluzionează că uniunea monetară trebuie să coabiteze cu uniunea economică.

²⁴ Efectul de spillover din teoria funcționalismului (Haas 1958, p.16).

privat care credita aceste țări și, nici autoritățile naționale din statele ZE nu au fost interesate să evalueze cu adevărat situația fiscal-bugetară a țărilor pe care le creditau, deoarece aveau certitudinea dată de aderarea la un club (ZE) cu rating maxim. Ca urmare, interconectarea rezultată din politicile comune a generat un mediu propice care încuraja atât guvernele naționale cât și sectorul privat să trăiască prin acumularea de datorii, uneori către cote uriașe, fie că vorbim de datoria suverană, fie de datoria privată.

- *pe de altă parte*, aducând laolaltă economii cu structuri diferite, oricât de puternică ar fi fost interconectarea între statele membre, integrarea nu a produs în sens automat și o apropiere în nivelul de convergență al statelor membre: dacă un stat este prosper, o interconectare puternică nu garantează că și celelalte state trebuie să beneficieze de pe urma acestei prosperități; dacă un stat eșuează, celelalte state nu trebuie să sufere.

Proiectul european nu a avut cum să fie suficient de corect („fair enough”) nici în ceea ce privește distribuirea câștigurilor și a pierderilor și, nici în ceea ce privește construirea, pe termen lung, de acele bunuri publice europene despre care vorbeam mai sus. Iar atunci când, într-un proiect comun de integrare ca cel al UEM, unele state membre pierd (sau au iluzia că pierd) constant în sumă netă, încrederea în unitatea pe termen lung a proiectului ajunge să se erodeze progresiv, lăsând loc tezelor populiste anti-europene.

2.1.2. Disfuncționalități ale Uniunii Economice și Monetare

După izbucnirea crizei financiare și economice, în Europa au ieșit la suprafață defecte majore în ceea ce privește funcționarea „sistemului UEM” (Baldwin și Giavazzi, 2016): *a/* unele de ordin structural, ce țin de instituțiile comunitare, de procesul decizional comun și de mecanisme le de coordonare internă a ZE, iar *b/* altele care derivă din esența funcționării pieței interne UE.

Disfuncționalitățile privind arhitectura și funcționabilitatea UEM au complicat mult gestionarea internă a vulnerabilităților și dezechilibrelor din ZE și, au generat un lanț de neîncredere între statele membre și instituțiile europene, între zona nordică și zona periferică, între guverne și cetățeni, șubrezind, în final, încrederea în proiectul european.

a/ Disfuncționalități de ordin structural-instituțional, care țin de construcția monetară europeană, provin din eterogenitatea structurilor instituționale comunitare.

Problema eterogenității are rădăcini în dezbaterile dintre teza supra-statală și teza inter-guvernamentalistă. Pentru aplanarea conflictului dintre politicile supra-naționale comunitare și politicile naționale, statele membre au apelat, de cele mai multe ori, la două mecanisme: politica consensului tacit și permisiv²⁵ și/sau politici de compromis (policies trade-offs); însă nu întotdeauna consensul și/sau compromisul au fost suficiente pentru o guvernare internă solidă și credibilă pe termen lung.

Din perspectiva tezei centralizării guvernantei economice și politice, experții francezi și germani au propus, în raportul Eiffel și în raportul Glienicker (Fabrinni, 2016), ca soluții pentru reformarea ZE („reforming EMU power”), trei direcții de centralizare a politicilor: (i) un guvern european („an executive for euro community”), care să fie legitimat prin alegeri democratice și,

²⁵ Aluzie la conceptul „tacit and permissive consensus” detaliat de Hooghe and Marks (1995, p.38); pentru mai detalii vezi și Schmidt, 2006.

care să fie capabil să ia și să-și asume decizii cu privire la politicile europene²⁶, (ii) un fundament instituțional solid care să susțină procesul de reformă și, (iii) un tratat separat pentru ZE (Fabrinni, 2015, p.237).

Opusă tezei supra-statale, teza inter-guvernamentalistă a promovat, dar fără prea mult succes²⁷, un rol mai puternic și o responsabilitate mai mare pentru guvernele și parlamentele naționale (în special în domeniul fiscal-bugetar).

Compromisul, în acest caz, a dat câștig de cauză viziunii guvernantei centralizate supra-statale bazată pe reguli, pentru că s-a pornit de la premisa că un sistem de norme și directive unice este mai eficient asimilat de statele membre, prin transpunere și implementare în legislația națională. Din păcate, în acest proces de transfer de competențe au fost mai multe aspecte neglijate care, într-o uniunea veritabilă și omogenă n-ar fi creat prea multe probleme; însă, criza a arătat cât de mult aceste disfuncționalități structurale au fragmentat guvernanta internă a ZE. Spre exemplu, îngrijorător este faptul că pe măsură ce statele membre se integrau în UEM, ceea ce pierdeau din competențele economice naționale nu era înlocuit integral cu competențe supra-naționale, adică nu se declanșa „procesul de subsidiaritate inversă” (Dăianu, 2015) așteptat, ceea ce a dus la lipsuri și inconsistențe în ceea ce privește regulile de împărțire a poverii corecțiilor macro-economice (burden-sharing) atunci când criza a lovit ZE.

Rezultatul referendumului ieșirii Marii Britanii din UE din 23 iunie 2016 readuce în discuție necesitatea întăririi unității politice a ZE și a UE ca întreg, în condițiile adâncirii conflictului dintre puterea națională și puterea instituțiilor supra-naționale. O mai bună guvernanta a ZE are nevoie, mai mult ca oricând, de unitate politică în jurul Proiectului european. Însă, pe fondul unor mari incertitudini politice și geopolitice, unitatea trebuie să pornească de la reinstaurarea încrederii în colaborarea dintre statele membre și instituțiile comunitare supra-statale, dar și de la un compromis în ceea ce privește viziunea pe termen lung de continuare a Proiectului European. Uniunea se confruntă cu o mare problemă în ceea ce privește încrederea între statele membre, care capătă accente acute în interiorul ZE. Și starea de spirit în UE, în ZE, este crescând potrivnică eforturilor de integrare mai adâncă.

Opțiunile ar fi:

- continuarea implementării actualului sistem al guvernantei centralizate bazată pe reguli stricte și clare în care CE este polul dominant care direcționează politicile către statele membre; președintele Juncker (2016) se referă la acest tip de abordare numai la nivelul ZE;
- trecerea la o responsabilizare mult mai mare a instituțiilor și guvernelor statelor membre pentru a-și gestiona singure politicile naționale, inclusiv să suporte consecințele propriilor politici (Schauble, 2016);
- o îmbinare între cele două abordări, fie prin găsirea unui alt format de cooperare (aluzie la conceptul „the third way” care propune combinarea obiectivelor politicilor naționale autonome cu mutualizarea responsabilităților, cu scopul întăririi coordonării la nivel european) (Zeitlin, 2016), fie prin continuarea cu politica soluțiilor de compromis (aluzie la conceptul „muddling through” utilizat în soluționarea crizelor anterioare pe bază de compromis, cu scopul de a asigura continuitatea Proiectului European.

Oricare din aceste trei opțiuni va fi preferată de liderii europeni, fără un angajament politic din

²⁶ „nu există guvernare fără guvern; Europa are nevoie de o autoritate politică puternică dacă vrea să devină o autoritate democratică responsabilă și legitimă” (Maduro citat de Fabrinni, 2015, p. 237).

²⁷ Franța în timpul mandatului generalului de Gaulle a promovat această teză.

partea liderilor din statele membre fondatoare va fi foarte dificil să se ajungă rapid la soluții care să scoată proiectul european din cercul vicios în care este acum (scăderea încrederii și a solidarității concomitent cu creșterea scepticismului, performanțe economice modeste după șapte ani de criză, o îmbinare de crize politice, geo-strategice și sociale, etc.). Este adevărat însă că, asumarea politică nu este simplă, pentru că intervine problema deficitului democratic, în sensul în care actualul cadru politic nu asigură suficientă legitimitate și nu stimulează la mai multă acțiune din partea liderilor europeni. Rămâne de văzut dacă politicienii europeni vor opta pentru acțiuni ambițioase și soluții pragmatice rapide, ținând cont că legitimitatea se obține în timp, în cicluri electorale de câțiva ani.

b/ Disfuncționalități asociate cu sistemul pieței unice europene²⁸ țin de diferențele, inegale și incorecte, de abordare la nivel național a unor componente ale pieței unice europene. Putem exemplifica aceste cazuri cu aspecte privind: *componenta socială, *practicile incorecte care au distorsionat mecanisme (de exemplu, pozițiile monopoliste naționaliste sau multi-naționale, transferurile inechitabile de profit, prin prețurile de transfer, etc.), *barierele care încă mai există în domenii în care integrarea se realizează greu: diferențe mari între sistemele fiscale naționale, separarea piețelor naționale în sectorul serviciilor financiare, sectorul energiei și sectorul transporturilor, dezvoltarea nestandardizată a comerțului electronic între statele membre, rămânerea în urmă a sectorului serviciilor în comparație cu piața produselor, necesitatea simplificării normelor privind recunoașterea calificărilor profesionale, etc.²⁹.

Concomitent cu adâncirea acestor disfuncționalități a scăzut treptat și entuziasmul pentru rolul și virtuțile unor componente ale pieței unice. Ca potențiale soluții pentru reîntoarcerea la o Europă mai competitivă Raportul Monti propunea, în 2010, o nouă abordare („a new deal”) bazată pe „atingerea unui consens privind consolidarea pieței unice” (p.4), prin echilibrarea beneficiilor modelului anglo-saxon cu pierderile modelului continental; însă, nu a fost suficientă voință politică pentru a implementa astfel de propuneri ambițioase, deși, în noua conjunctură de după Brexit, Raportul Monti ar merita o reconsiderare.

Integrarea incompletă și inegală a piețelor financiare, pe fondul unor aranjamente instituționale și de politici defectuoase, amplifică disfuncționalitățile ZE. Conflictele dintre componentele fiscale și financiare ale pieței unice europene au alimentat, încet dar sigur, fragmentarea piețelor financiare din cadrul pieței unice și adâncirea cercului vicios dintre bănci și autoritățile naționale suverane, împiedicând astfel buna gestionare a cauzelor crizei. Prin crearea UB s-a urmărit atât accelerarea uniunii financiare cât și a uniunii fiscale; însă, pentru că abordarea directă din perspectivă pur fiscală a proiectului UB a fost imposibilă (din cauza opoziției unor state membre), compromisul la care s-a ajuns a fost pentru o abordare ocolitoare. Problema mare a UB este ca se împotmolește când ajunge la aspecte fiscale concrete—precum o schemă colectivă de garantare a depozitelor, un fond de rezoluție puternic.

²⁸ proiectul inițiat de Jacques Delors care a intrat în vigoare în 1993, după aprobarea Tratatului de la Maastricht în 1992, și care are rădăcini în conceptul de Piață comună (1957), unul din obiectivele CEE, al cărui scop a fost eliminarea treptată a barierelor comerciale dintre statele membre.

²⁹ pentru detalii a se vedea secțiunea piața unică de pe site-ul CE: http://europa.eu/pol/singl/index_ro.htm

2.2. Lecții principale ale crizei

Pornind de la premisa continuității Proiectului European, reiterată ori de câte ori Europa a fost în situații de criză, inclusiv după șocul Brexit³⁰, reformarea UEM are la bază necesitatea de a recâștiga încrederea în proiectul construcției europene. Păstrarea echilibrelor macro-economice, restabilite cu greu după criză și, asumarea lecțiilor crizei au fost prioritățile pe termen lung ale oficialilor europeni (Raportul celor 5 președinți, 2015). Din păcate, asumarea concretă a lecțiilor crizei este îngreunată de interese divergente între statele membre, între creditorii și debitorii.

Am grupat lecțiile crizei în cinci categorii de probleme³¹, pe care le analizăm separat:

a/ Sub-optimalitatea ZE. Odată cu crearea monedei unice au fost voci care au susținut că, statele membre luate individual nu puteau forma o ZMO, însă reunite în ZE puteau avea un astfel de potențial (Baldwin și Wyplosz, 2004). La polul opus, alți economiști (Eichengreen, 1991; Krugman, 1993; Friedman, 1997; Feldstein, 1997; Issing, 1999; Alesina și Baro, 2004; Ricci, 2008) au avertizat că ZE este departe de a îndeplini criteriile specifice unei ZMO veritabile, ceea ce cauzează dezechilibre structurale majore.

Până înainte de criză s-a sperat că, o politică monetară unică și o monedă unică pot fi suficiente pentru a crea condiții ca statele dezavantajate să-și aproprie structurile economice de statele prospere, minimizându-și astfel expunerea la șocurile asimetrice. Acest raționament nu numai că nu a funcționat dar, în absența instrumentelor specifice unei politici fiscale comune a limitat și eficacitatea politicii monetare unice a BCE (așa-numita „one size fits all monetary policy”). Efectele acestui tip de politică monetară nu au putut fi uniforme transmise și percepute de către statele membre: pe de o parte, politica monetară a BCE a încurajat un flux de capital mai mare către regiunile mai puțin dezvoltate din cadrul ZE (și chiar din afara ZE), care a întreținut iluzia unei bunăstări rapide și pe termen scurt, dar care a ascuns un mare potențial speculativ; pe de altă parte, adresându-se unui grup eterogen de state membre cu un gap structural mare, politica monetară a BCE nu a putut permite o alocare adecvată a resurselor care ar fi contribuit la stimularea unui nivel mai mare de convergență și, deci, mai multă prosperitate pe termen mediu și lung. În plus, unele state membre directe beneficiare ale politicii BCE s-au sprijinit mai mult pe intervențiile BCE și au preferat să amâne, uneori sine die, rezolvarea problemelor structurale din interiorul economiilor naționale.

b/ Niveluri diferite de convergență—este convergența nominală suficientă? ZE reprezintă o zonă monetară în care co-există un grup eterogen de state membre, diverse din punct de vedere al PIB/locuitor și, cu un nivel redus de federalism; condiția pentru ca acest tip de uniune monetară să poată funcționa pe termen lung este ca statele membre care au un PIB/locuitor inferior să accepte că pot atinge nivelul statelor prospere prin câștiguri de competitivitate și fără transferuri de capital (resurse) care să implice o creștere a datoriei suverane și a celei private externe, o adâncire a deficitelor și a dezechilibrelor macro-economice (de Larosiere, 2015). Dar câștigurile de competitivitate sunt direct corelate cu determinarea politică pe termen lung și capacitatea de a face reforme structurale, altminteri rezultatele nu sunt cele scontate; spre exemplu, în statele din ZE care au un PIB/locuitor mic și un apetit redus pentru reforme structurale, intrările de capital s-au concentrat, nu neapărat surprinzător, cu precădere către sectoare de non-tradables, bunuri neexportabile (tranzacționabile pe piețe externe), care nu garantează sporuri de competitivitate și,

³⁰ vezi declarațiile oficiale ale lui J.C. Juncker, D.Tusk, M.Schulz, A.Merkel, F.Hollande, etc. imediat după afișarea rezultatelor referendumului de ieșire a Regatului Unit din UE din data de 23 iunie 2016.

³¹ Această secțiune preia idei care se regăsesc și în Dăianu 2016b.

deci, de creștere economică, dar care pot alimenta creșterea gradului de îndatorare. Și în economii emergente din UE au crescut deficitele externe mult în faza ascendentă a ciclului financiar (vezi și Capitolul 1 și Capitolul 3), dar unele dintre aceste economii beneficiază încă de spațiul de manevră oferit de politica monetară proprie (chiar dacă euroizarea și instrumentele macro-prudențiale netestate suficient aduc limite eficacității politicii monetare).

Realitatea post-criză a dovedit că integrarea europeană nu reprezintă o garanție sustenabilă și durabilă pe termen lung pentru o performanță macro-economică (mai) bună a țării, care să suplinească lipsa competitivității, acumularea de datorii și, indirect, de dezechilibre macro-economice. Doua teze decurg automat de aici: a/ o țară are nevoie de o masă critică de convergență reală, de compatibilizare structurală pentru aderare; b/ ZE are nevoie de reforme instituționale, mai precis, de instrumente specifice care să stimuleze convergența între statele membre și între regiuni (de exemplu, un buget unic al ZE, finanțat inclusiv prin Eurobonds), precum și de politici care să ajute la amortizarea șocurilor asimetrice simultan la nivel național și european (de exemplu, dacă la nivel național se utilizează obiectivul pe termen mediu (MTO) ca indicator de politică anti-ciclică pentru limitarea deficitului structural, atunci în contrapondere, și la nivelul ZE ar trebui să existe politici de intervenție contra-ciclică, în cazul unor șocuri puternic adverse).

În acest context, convergența reală durabilă (care depinde de controlul dezechilibrelor de-a lungul ciclului financiar) are o mare semnificație, pentru că îndatorarea complică și mai mult atingerea unui nivel înalt de convergență: statele cu un PIB/locuitor inferior, care sunt deja îndatorate și nu fac reforme, tind să se supra-îndatoreze și mai mult, alimentând astfel cercul vicios al deficitelor macro-economice. Măsurile cu care s-a intervenit după criză pentru controlul administrativ al creditării (măsurile macro-prudențiale), reglementarea prudențială severă a creditării și a lichidității, precum și implementarea de instrumente care să atenueze costurile finanțării datoriei suverane (FES, MEȘ) ar fi avut eficiența mult mai mare pentru corecția dezechilibrelor dacă ZE nu ar fi atât de eterogenă și ar fi o uniune monetară autentică (pentru a permite instrumente fiscale de transfer); dar nu este cazul, așa că, datorită unui grad mare de eterogenitate a ZE și a asimetriei șocurilor adverse, corecția dezechilibrelor nu are cum să fie proporționată pentru toate statele membre.

De asemenea, convergența reală trebuie judecată și în raport cu factorul timp (Moutot și alții, 2008), cel puțin din două rațiuni: (i) înainte de integrarea în ZE este nevoie de timp pentru a atinge și a dovedi un anumit nivel de convergență care să susțină moneda unică, dar și pentru a construi o guvernare instituțională adecvată care să se adapteze noilor cerințe ale ZE și, (ii) după integrarea în ZE, pentru realizarea unor structuri economice flexibile, care să permită consolidarea convergenței economice și îndeplinirea cerinței TFUE de asigurare a unui „grad înalt de convergență durabilă”. În acest raționament s-ar putea încadra și obiectivul de adoptare a monedei euro pentru statele candidate din afara ZE: voința politică de a face reforme structurale pe termen lung, care să creeze premisele pentru acumularea unei mase critice de convergență reală. O asemenea teză/deziderat nu exclude atingerea ex ante a unei mase critice de convergență reală și robustețe. Într-o asemenea viziune, perioadele de relaxare (ca cele pe care le-a înregistrat România imediat după intrarea în UE) nu ar mai surveni atât de ușor, iar economia ar putea continua să converge și după adoptarea euro. Inițiativa Raportului celor 5 președinți de a „oficializa” procesul de convergență pe termen lung, prin instituirea unui „set de standarde comune de înalt nivel” (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.11) rămâne strâns corelată cu problema continuității reformelor și, implicit cu cea a competitivității, pentru că, cel puțin în ZE, cu cât gap-ul structural dintre economiile statelor membre este mai mare (funcționarea piețelor, a instituțiilor, a nivelelor de competitivitate, etc.), cu atât capacitatea statelor membre de a avea controlul asupra dezechilibrelor devine mai complicată și mai costisitoare din punct de vedere al corecțiilor.

c/ Deficit de mecanisme de amortizare a șocurilor și de mecanisme de coordonare la nivel

unitar. Până la apariția crizei, ZE nu avea la îndemână mecanisme de asigurare contra riscurilor, și nici instrumente de amortizare a șocurilor asimetrice și de gestionare a dezechilibrelor, așa cum este cazul în uniunile monetare autentice.

După declanșarea crizei, discuția despre federalizarea ZE s-a purtat pe două planuri: *mutualizarea resurselor bugetare care să faciliteze transferuri fiscale din bugetul comun și, *mutualizarea puterilor fiscale naționale care să permită, din punct de vedere tehnic (portofoliu de instrumente) și politic, amortizarea șocurilor puternic asimetrice. Argumentele împotriva ideii de uniune fiscală autentică în ZE (Henderson, Vernon, Storeygard și Weil, 2012) de genul: „local problems need local solutions”, „deficitul democratic”, „creșterea taxelor ca urmare a armonizării sistemelor fiscale va afecta competitivitatea”, „națiunile vicioase trăind de pe urma națiunilor virtuozăse” pot fi luate în considerare doar până la limita necesității de a gestiona crize puternice. Dar, în condițiile actuale post-criză, când eterogenitatea ZE persistă, maturizarea UEM din punct de vedere al integrării fiscale impune reforme fiscale serioase, adică noi soluții care să depășească stadiul actual al unui set de reguli comune fiscal-bugetare (Rubio, 2012; Dăianu, 2014, Sapir și Wolff, 2015); o integrare fiscală profundă presupune nu numai o capacitate fiscală comună, care să coordoneze mai bine disciplina fiscală dar, în primul rând accesul la noi instrumente (de tip trezoreria europeană) sau să asigure condiții pentru sustenabilitatea fiscală, ajutând la stabilizarea economiei peste mai multe cicluri.

d/ Complexitate și guvernanță defectuoasă în sectorul financiar. Complexitatea ZE s-a văzut cel mai bine înainte de criză în anomalia structurilor care compuneau guvernanța internă a ZE (Baldwin și Giavazzi, 2016): pe de o parte, erau prerogativele la nivel național în ceea ce privește autorizarea, reglementarea și supravegherea, atribute ale băncilor centrale naționale și a altor autorități naționale; pe de altă parte, erau transferurile transfrontaliere dintre statele membre, încurajate de libera circulație a capitalurilor și de interconectarea strânsă a fluxurilor de capital. În paralel, băncile europene, datorită modelului lor dual de finanțare³², puteau tranzacționa și, deci, înscrie în bilanțurile proprii, titluri de stat suverane și, dacă era necesar, se puteau (re)capitaliza prin împrumuturi, inclusiv de la bugetul de stat. Pe măsură ce gradul de îndatorare al băncilor creștea, se înmulțeau și riscurile derivate din acest cerc vicios; în plus, complexitatea operațiunilor financiare gestionate de aceste bănci și, lipsa unui cadru integrat de reglementare și supraveghere la nivel european a complicat și mai mult legătura dintre sistemul bancar și autoritățile fiscale naționale. Când criza s-a declanșat, au ieșit la suprafață, simultan, probleme extrem de diverse: gestionarea datoriei private, a datoriei suverane (uneori la cote uriașe – debt overhang, cum o numește Rogoff (2015), și care atinge nivele de îndatorare de 250-300% din PIB, datorii publice și private), dimensiunea și complexitatea extraordinară a unor conglomerate financiare (băncile mari de tip „too big to fail”) și, presiunea acestora asupra bugetelor naționale, și deci a contribuabililor, etc. Iar pentru aceste multe și variate probleme nu a existat un cadru de management suficient de eficace pentru gestionarea dezechilibrelor, precum și pentru atenuarea costurilor finanțării datoriei (trezorerie comună, Eurobonds, instrumente de absorbție a șocurilor asimetrice, mecanisme de gestionare și propagare a riscurilor, etc.); în plus, până înainte de criză nu exista (așa cum nu există nici acum) o viziune comună a instituțiilor financiare internaționale cu privire la soluționarea crizei datoriei suverane, mai ales acolo unde îndatorarea externă a crescut foarte mult, ca urmare a creșterii datoriei sectorului privat (de exemplu, viziunea BIS/Basel versus viziunea FMI versus viziunea unor state membre precum Germania cu privire la restructurarea colectivă a datoriei (hair-cut, collective action clauses, etc.) din statele membre supra-împovărate).

³² în ZE se combină finanțarea bancară cu finanțarea prin acumularea de datorii (bank and debt based model); finanțarea în cazul modelului bancar american se realizează exclusiv de pe piețele financiare (market-based and equity financing model).

Este de subliniat aici că, nu sunt puțini experți care susțin că este nevoie de restructurarea datoriilor pentru a ieși din cercul vicios actual (vezi și Corsetti și alții, 2016)

Sindromul „*too big to fail*”, financiarizarea³³ economiilor naționale (Pagano și alții, 2014; Dăianu, 2014) și lipsa creșterii economice au creat și favorizat acest cerc vicios și, au amplificat simultan criza datoriilor suverane și a datoriilor private, determinând o inversare a fluxurilor de capital și chiar, în unele cazuri pericole de insolvabilitate și de suprapunere de crize. Ca urmare, unele state membre (Grecia, Portugalia, Irlanda) au pierdut temporar accesul la finanțarea de pe piețele financiare internaționale, apărând riscul ca efectele de contagiune să se propage în toată ZE sau chiar către unele state din afara ZE. Pentru astfel de situații conjuncturale s-au găsit soluții temporare: instituirea cadrului unic de reglementare și de supraveghere la nivel european, înăsprirea măsurilor de reglementare (creșterea limitelor de creditare, îmbunătățirea ratelor de acedare a capitalurilor, regulile privind recapitalizarea internă bail-in pentru salvarea băncilor prin împărțirea poverii, pe principiul cascadei, între creditori și acționari etc.), sau noi inițiative de cooperare și de coordonare (Hooghe și Marks, 2008) la nivel european (de exemplu, inițiativa Viena 1 și Viena 2 pentru echilibrarea ordonată a fluxurilor de capital care puteau destabiliza economiile și piețele financiare ale unor state membre).

Dar, cu toate aceste măsuri, fondul problemei „*too big to fail*” persistă, pentru că nu s-au găsit soluții pentru gestionarea riscurilor sistemice pe care le generează aceste bănci mari, a complexității operațiunilor lor financiare și, a problemelor legate de absorbția propriilor pierderi. Instrumentele de absorbție a șocurilor și de minimizare a costului finanțării datoriilor suverane (de tip MES), oricât de bine s-ar corela cu instrumentele create prin proiectul UB (Fondul unic de Rezoluție/FUR și Schema Unică de Garantare a Depozitelor/EDIS), au, deocamdată, doar capacitatea de a capitaliza direct băncile în pericol de insolvență dar, nu au și capacitatea de a absorbi șocurile puternic asimetrice, concomitent cu garanția neutralității lor fiscale (care presupune apelarea la ajutoare/ scheme/aranjamente de finanțare (împrumut) din bugetele naționale). Există temerea că, dacă proiectul adâncirii financiare și fiscale nu continuă în ritm alert, se poate ajunge la mitul că sindromul „*too big to fail*” este indestructibil (Fisher, 2010).

e/ Design defectuos, care permite doar o marjă redusă de ajustări: într-o UEM eterogenă din punct de vedere structural, cele mai expuse la criza financiară și economică au fost acele state membre (Grecia, Spania, Portugalia, chiar Italia și Franța) care au avut dezechilibre macro-economice semnificative; din cauza diferențelor structurale, de competitivitate, de creștere economică nesustenabilă și, pe fondul unui nivel mare (uneori uriaș) al datoriilor, economiile acestor state n-au avut flexibilitatea necesară pentru a se ajusta rapid în momente de încetinire a creșterii economice, fiind afectate grav de recesiune. Într-o UEM fără o uniune fiscală și, în absența instrumentelor naționale la care statele membre au renunțat în momentul adoptării monedei euro, eficacitatea soluțiilor de ajustare la șocuri este limitată, reducându-se la sfera politicilor salariale, la pârghiile de pe piața forței de muncă și la scăderea prețurilor activelor. Așa numitele „devalorizări interne” (*internal devaluations*³⁴) și-au dovedit eficacitatea până la un anumit nivel și pentru un anumit profil de țară (Letonia versus Grecia, țări cu profile politice, economice, istorice

³³ Financiarizarea economiilor naționale se referă aici la creșterea ponderii industriei financiare în ansamblul activității economice, inclusiv în profituri, afectând iremediabil redistribuirea veniturilor în societate (aspecte discutate pe larg în Dăianu, D. 2009); vezi și Greenwood și Scharfenstein (2013).

³⁴ Conceptul a apărut în timpul crizei economice din Suedia din anii '90 și al aderării Finlandei la UE în 1995. Conceptul a căpătat proeminență în perioada ultimei recesiuni economice din 2008-2010 (Alho, 2000, p.11); vezi și Pisani-Ferry, 2009; de Grauwe 2012, de Larosiere, 2013.

și sociale diferite), însă cu costuri sociale și politice uriașe³⁵.

Marea întrebare este *dacă* aceste pârgii de stabilizare a economiei la șocuri pot fi la fel de eficace și pentru statele mari (Italia, Spania) a căror caracteristici structurale și constrângeri politice și sindicale măresc și mai mult costurile sociale.

2.3. Managementul crizei

ZE a fost nepregătită, atât din punct de vedere al instrumentelor și al mecanismelor de gestionare a riscurilor și de intervenție pentru amortizarea șocurilor puternic asimetrice, cât și din punct de vedere al cadrului juridic care să legitimeze acțiuni rapide și ferme din partea statelor membre cu probleme (să nu uităm controversele între statele membre cu privire la interpretarea strictă a articolului 125(1) din TFUE³⁶ din perspectiva clauzei de „no-bail out”) pentru a face față unei crize atât de complexe ca cea declanșată în Europa după 2007. Intrarea în criză s-a făcut doar cu un singur motor, BCE și politica sa monetară unică; cel de-al doilea motor, politica fiscală, care în mod tradițional oferă posibilitatea de a combate crizele financiare nu a funcționat „la comun” (Bergsten, 2012, p.19).

Răspunsul politic la actuala criză, precum și noile aranjamente de instrumente și de politici rămân, în continuare, foarte complexe, pe măsura corecțiilor necesare și a daunelor cauzate de dezechilibrele de funcționare a UEM. Ceea ce s-a creat și ceea ce s-a reformat în interiorul ZE demonstrează că lucrurile pot fi ținute sub control până la un anumit prag. Dar este nevoie de și mai multe reforme ale guvernantei UEM pentru a spori încrederea cetățenilor, a instituțiilor și a piețelor în continuitatea Proiectului European. Deficiența majoră a procesului de reformă, în opinia noastră, este defazajul dintre întârzierea cu care a apărut viziunea unitară strategică asupra reformei guvernantei economice a UEM (notele analitice, Raportul celor 4 președinți din 2014 și, ulterior, Raportul celor 5 președinți din 2015) versus urgența cu care a trebuit să se reformeze UEM, pentru a diminua pagubele crizei și propagarea efectelor negative.

Așa se explică apariția unui amalgam de soluții, unele de compromis, altele cu caracter temporar, în funcție de gravitatea crizei, dar absolut necesare pentru evitarea deteriorării fatale a situației de ansamblu. Am grupat aceste soluții în trei categorii: *a/* un set comun de reguli fiscale pentru disciplinarea politicilor naționale (un PSC revizuit, suplimentat de Compactul Fiscal); *b/* implementarea FESF, respectiv a MES, cu scopul de a calma presiunea piețelor financiare și, implicit, de diminuare a costurilor datoriei suverane a statelor cu probleme; *c/* implicarea determinantă a BCE, fără de care stabilizarea ZE nu s-ar fi putut realiza; acest tip de compromis politic a avut implicații majore asupra cadrului de politică monetară și a modelului de guvernanță a BCE.

Această combinație de soluții a condus, inevitabil, și către o serie de inconsistențe în

³⁵ Trebuie spus că dobânzile foarte scăzute și inflație mică reduc eficacitatea politicii monetare ca instrument de stimulare a economiei.

³⁶ Art.125(1) din TFUE: „Uniunea nu răspunde și nu își asumă angajamentele autorităților administrațiilor publice centrale, ale autorităților regionale sau locale, ale celorlalte autorități publice sau ale altor organisme ori întreprinderi publice dintr-un stat membru, fără a aduce atingere garanțiilor financiare reciproce pentru realizarea în comun a unui proiect specific. Un stat membru nu răspunde și nu își asumă angajamentele autorităților administrațiilor publice centrale, ale autorităților regionale sau locale, ale celorlalte autorități publice sau ale altor organisme ori întreprinderi publice din alt stat membru, fără a aduce atingere garanțiilor financiare reciproce pentru realizarea în comun a unui proiect specific”.

implementare care, dacă nu sunt soluționate în timp, pot accentua disfuncționalitățile ZE:

- a) imediat după declanșarea crizei s-a pornit cu implementarea unui *set de măsuri comune fiscal-bugetare* pentru remedierea vulnerabilităților rezultate din problemele structurale (de sub-optimalitate) ale ZE, simultan cu măsurile de redresare a dezechilibrelor macro-economice care au afectat funcționarea UEM;
- b) în paralel, s-au implementat noi *mecanisme de amortizare a șocurilor puternic asimetrice* (și instituțiile aferente gestionării acestora), cu scopul protecției echilibrelor redobândite după criză: FESF, MES, Comitetul European pentru Riscuri Sistemice (CERS), proiectul UB³⁷ (prin implementarea Mecanismului Unic de Supraveghere (MUS)³⁸, parțial a Mecanismului Unic de Rezoluție (MUR) și, negocierea schemei unice de garantare a depozitelor din sistemul bancar (EDIS));
- c) imediat după declanșarea crizei, *BCE a fost nevoită să se adapteze la noile realități ne-convenționale*, preluând mare parte din povara susținerii economiei ZE.

2.3.1. Un set de reguli comune în domeniul fiscal-bugetar

Controlul dezechilibrelor și menținerea sustenabilității fiscale a ZE au fost prioritățile declarate ale reformei UEM. Răspunsul politic s-a văzut la scurt timp de la declanșarea crizei, sub forma consensului pentru adoptarea unor **obiective strategice și a unui set de reguli fiscale comune pentru ZE** în cadrul PSC care să creeze premise pentru un cadru fiscal consolidat la nivelul ZE. Însă, acest set de reguli este necesar, dar nu și suficient. În procesul de implementare au apărut o serie de inadvertențe și de inconsistențe care au continuat să afecteze guvernarea ZE; câteva exemple:

- *Obiective strategice pe termen mediu și lung pentru atingerea macro-stabilizării*, care au introdus condiționalități în funcție de nivelul de convergență al statelor membre.

De exemplu, prin introducerea obiectivului pe termen mediu de limitare a deficitului structural s-a dorit creșterea responsabilității fiecărui stat membru de a nu mai angaja cheltuieli bugetare permanente dacă nu sunt acoperite de venituri bugetare permanente, adică o mai mare responsabilitate pentru menținerea unui nivel sustenabil al datoriei suverane (și implicit, o cheltuie mai riguroasă a banului public). Cu toate acestea, unele state membre au avut un comportament discreționar și flexibil, fără a fi penalizate, prin care au fost acceptate derogări sau modificări de la aceste limite (cazul așa-numitelor clauze de flexibilitate justificate de întârzieri în implementarea reformelor structurale, de efectul unor politici ciclice, de impactul unor măsuri conjuncturale de tip one-off, etc.). Aceste cazuri arată și necorelarea măsurilor la

³⁷ Pachetul cuprinde următoarele acte normative: (i) Regulamentul Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1466/97 privind consolidarea supravegherii pozițiilor bugetare și supravegherea și coordonarea politicilor economice; (ii) Regulamentul PE și al Consiliului privind aplicarea eficientă a supravegherii bugetare în ZE; (iii) Regulamentul PE și al Consiliului privind măsurile de executare pentru corectarea dezechilibrelor macro-economice excesive din zona euro; (iv) Regulamentul PE și al Consiliului privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macro-economice; (v) Regulament al Consiliului de modificare a Regulamentului (CE) nr. 1467/97 privind accelerarea și clarificarea aplicării procedurii de deficit excesiv; (vi) Directiva Consiliului privind cerințele referitoare la cadrele bugetare ale statelor membre.

³⁸ Din punct de vedere legislativ, BCE a primit competența legală de asumare și exercitare de responsabilități în domeniul supravegherii, alături de autoritățile naționale de supraveghere din ZE și, opțional, din zona non-euro, în temeiul art.127 alineatul (6) din TFUE.

nivel național cu politici de management a cererii agregate la nivelul ZE, care este simptomatică pentru deficitul de aranjamente instituționale și de politici din UEM.

Un alt exemplu de inconsistență strategică se referă la Recomandările Specifice de Țară (RST) care continuă să fie parțial asumate la nivel național prin programele/strategiile naționale de guvernare. Nu întâmplător în ultimul exercițiu, cel de-al 6-lea ciclu de Semestru European din 2016, s-a încercat o schimbare de abordare, prin cuplarea cu indicatori care au legătură cu gradul de convergență reală și structurală al fiecărui stat membru; s-a dorit în acest mod corectarea abordărilor fragmentate din trecut, care evaluau separat condițiile de creștere economică din statele membre (sursele și managementul dezechilibrelor versus factorii de convergență).

- *Regula consolidării disciplinei fiscale în ZE*³⁹, prin intermediul „regulii privind un bugetul echilibrat” și al mecanismului de „corecție automată”⁴⁰, simultan cu obiectivul strategic privind limitarea deficitului structural, implementate prin „Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul UEM”⁴¹; similar cu discuția de mai sus referitoare la deficitul structural, au existat țări din ZE care au încălcat o parte din aceste condiționalități, iar aplicarea de măsuri corective sau de sancțiuni pecuniare a fost blocată de poziția unor state membre. Dar această situație nu are cum să surprindă în condiții de creștere economică foarte lentă și de diferențe de competitivitate foarte mari.
- *Regula corecției la nivelul ZE*, consecință directă a pachetului legislativ de 6 reglementări (6-pack) și a măsurilor de întărire a guvernării economice europene, a introdus posibilitatea de aplicare de avertismente și chiar de sancțiuni pecuniare pentru statele din ZE. S-a sperat că se va obține o disciplină bugetară mai riguroasă a celor 19 politici fiscale naționale, cu atât mai mult cu cât ar fi fost o ocazie oportună pentru a spulbera mitul unui PSC slab (din cele 40 de proceduri de deficit excesiv lansate până în prezent de CE, nici un stat membru nu a fost vreodată penalizat pentru depășirea limitelor de deficit bugetar, (Enderlein, Letta și alții, 2016, p.24)). Dar, la sfârșitul lunii iulie 2016, Germania a optat pentru blocarea sancțiunilor financiare împotriva Spania și Portugalia, ca urmare a încălcării procedurii de deficit excesiv⁴².

³⁹ Mai multe state membre din afara ZE au aderat la acest Tratat, printre care și România (mai puțin Suedia și Cehia).

⁴⁰ odată cu intrarea în vigoare, la 1 ianuarie 2013, s-au instituit următoarele condiționalități obligatorii pentru toate statele membre semnare: (i) cerința ca bugetele naționale ale statelor membre să fie echilibrate sau în surplus; obiectivul este considerat îndeplinit dacă deficitul public structural anual nu depășește 0,5 % din PIB-ul nominal; (ii) în cazul în care un statul membru se abate de la regula privind un buget echilibrat, se declanșează un mecanism de corecție automată, care determină statul membru să-și corecteze devierile pe parcursul unei perioade stabilite; (iii) statele membre vor avea obligația introducerii cerinței de disciplină bugetară și a mecanismului automat de corecție în legislația națională (ideal, la nivel constituțional); (iv) procesul decizional în contextul procedurii aplicabile deficitelor excesive va avea un caracter automat: autoritățile sunt de acord să sprijine recomandările și propunerile CE către Consiliu, cu excepția cazului în care majoritatea calificată a statelor membre se pronunță împotriva.

⁴¹ România a ratificat acest Tratat în luna iunie 2012, asumându-și, începând cu 1 ianuarie 2013, aplicarea dispozițiilor titlurilor III și IV privind pactul bugetar și, respectiv, coordonarea politicilor economice și a procesului de convergență economică (nominală, reală, structurală și instituțională) la nivel național.

⁴² se declanșează la depășirea pragului de 3% din PIB a deficitului public – este prevăzută în art. 126 din TFUE ca o garanție că statele membre își corectează erorile de politici fiscale. Sunt luate în calcul două valori cheie de referință: deficitul public (3% din PIB) și datoria publică (60% din PIB). Gradul mare de îndatorare atins de multe state membre, chiar înainte de începerea crizei, a fost dovada practică a faptului că PSC nu a fost eficient implementat și nu a determinat reducerea datoriei publice. Reforma guvernării economice a introdus prevederi referitoare la eficientizarea implementării acestei proceduri. Astfel, este posibilă deschiderea PDE împotriva unui stat membru numai folosind criteriul datoriei publice, în cazul în care diferența dintre aceasta și pragul de 60% nu este redusă, în medie, cu 5%/an, chiar dacă deficitul public se încadrează în ținta de 3% din PIB. Statul membru din ZE sunt supuse

- *Regula prevenției fiscale în ZE*, prin aplicarea procedurilor de supraveghere a unor viitoare potențiale derapaje ale politicii fiscale, începând din faza alcătuirii bugetelor naționale. Faptul că s-a ajuns la o transparentizare în ceea ce privește cheltuielile bugetare ale statelor membre și la o analiză încrucișată (între statele membre și instituțiile europene) a sustenabilității unor alocări bugetare (separarea între cheltuieli sănătoase și cheltuieli nesănătoase, inclusiv în funcție de legătura acestora cu nivelul de competitivitate și de creștere economică) poate fi considerat un progres în direcția bună a însănătoșirii finanțelor publice (Rehn, 2011). Însă, în ciuda recomandărilor repetate, unele state membre continuă să înregistreze o deteriorare severă a pozițiilor lor fiscale (Spania și Portugalia). Dincolo de capacitatea guvernelor respective de a implementa reforme, se pune și problema pertinentei unora dintre recomandări, dacă policy-stance la nivelul ZE este corect.
- *Regula ajustării la șocurile economice în ZE*, prin instituirea unui *mecanism de îmbunătățire a coordonării politicilor naționale economice, structurale și bugetare din cadrul Strategiei Europa 2020 (Semestrul European⁴³) și, *a unor noi instrumente de detectare a dezechilibrelor (procedura de dezechilibre macro-economice (PDM)⁴⁴ și mecanismul de alertă⁴⁵, bazat pe evaluarea celor 11 indicatori din Tabloul de bord⁴⁶). Au fost așteptări mari de la aceste mecanisme, pentru că s-au dorit a fi nu numai instrumente de contracarare a șocurilor economice puternice și a efectului de contagiune de la un stat membru la altul, dar și pârgii eficiente care să țină criza sub control. După șase ani de derulare a exercițiului de coordonare Semestrul European rezultatele sunt discutabile, în sensul că RST nu au avut acea forță politică supra-statală necesară pentru a stimula o formă de solidaritate fiscală în ZE care să se exercite de-a lungul ciclurilor economice, astfel încât să poată contribui la îmbunătățirea rezilienței ZE și la reducerea costurilor ajustărilor macro-economice.
- *Regula unei mai bune guvernante instituționale pe termen lung*: instituirea unor organisme independente (consilii fiscale naționale), cu rol consultativ, care să ofere autorităților naționale evaluări independente cu privire la respectarea angajamentelor asumate de autoritățile naționale și raportarea la obiectivele politicilor europene—autoritățile naționale au ignorat o bună parte din aceste evaluări la elaborarea și adoptarea bugetelor naționale.

unor sancțiuni pecuniare, în vreme ce statul membru din afara ZE nu au astfel de riscuri, dar nerespectarea recomandărilor în cadrul PDE poate atrage suspendarea angajamentelor din Fondul de Coeziune.

⁴³ În 12 mai 2010, CE a publicat Comunicarea „Consolidarea coordonării politicilor economice”, prin care lansa exercițiul Semestrul European, care semnifică, în esență, că UE și ZE își vor coordona ex ante politicile economice și fiscal-bugetare în concordanță cu PSC și Strategia Europa 2020. Această coordonare vizează inclusiv procesul de elaborare a programelor naționale de stabilitate sau de convergență, a bugetelor naționale ale statelor membre și a programelor naționale de reformă (<http://www.mae.ro/node/19274>).

⁴⁴ așa numitul 6-pack stabilește reguli privind monitorizarea și supravegherea politicilor fiscale și macro-economice în toate statele membre. În cadrul acestui pachet, Regulamentul (UE) nr. 1176/2011 al Parlamentului European și al Consiliului privind prevenirea și corectarea dezechilibrelor macro-economice instituie un instrument nou – Procedura privind dezechilibrele macro-economice— menit să ajute la detectarea și corectarea evoluțiilor economice riscante.

⁴⁵ începând cu 2012, CE publică anual „Raport privind mecanismul de alertă: sprijinirea ajustării macro-economice în UE”.

⁴⁶ setul de 11 indicatori aprobați de toate statele membre din ZE și din afara ZE este format din 2 grupe: a/indicatori relevanți pentru detectarea timpurie a dezechilibrelor externe și de competitivitate: (i) soldul contului curent, (ii) poziția investițională netă, (iii) cursul de schimb real efectiv, (iv) cota de piață a exporturilor, (v) costul unitar al forței de muncă și, b/indicatori relevanți pentru detectarea dezechilibrelor interne: (vi) prețurile locuințelor, (vii) fluxul de credit către sectorul privat, (viii) datoria sectorului privat, (ix) datoria sectorului public, (x) rata șomajului, (xi) rata de creștere a datoriilor sectorului financiar.

- *Regula unei mai bune predictibilități pe termen lung* în ceea ce privește previziunile macro-economice și programarea multi-anuală eficientă (există state membre care au probleme de armonizare completă a statisticilor naționale).

Aceste inconsistențe arată că adevăratele probleme ale UEM nu au fost rezolvate. În lipsa unei UEM ca o uniune monetară și fiscală autentică, care să aibă la îndemână instrumente specifice privind transferurile fiscale între statele membre, soluțiile rămân incomplete, iar politica de compromis va continua să aducă față în față 2 seturi de opțiuni pentru corecția dezechilibrelor:

- pe de o parte, opțiunea unor state membre de a aplica corecții prin politici de austeritate, cu scopul de a reduce datoria suverană a statului membru cu probleme (a se vedea legătura cu ciclul financiar din capitolul următor sau discuțiile din cadrul Comitetului Basel care avertizează constant despre riscurile injectiilor monetare și a excesului de lichiditate de pe piețele financiare);
- pe de altă parte, opțiunea instituțiilor supra-statale comunitare și a altor state membre de a ține sub control aceste dezechilibre și de a încuraja, în paralel, măsurile de sprijinire a cererii agregate și de evitare a deflației, plus măsurile de întărire a cadrului de gestionare a dezechilibrelor (adâncirea MES și corelarea cu proiectul UB).

Însă, dacă rolul politicului în detrimentul economicului va continua să prevaleze în mersul înainte al Proiectului European la fel ca și înainte de criză, cauzele reale ale crizei nu vor putea fi soluționate cu instrumentarul actual, iar proiectul se va decredibiliza prin propriile sale mecanisme interne; de aceea, avansul în ceea ce privește adâncirea integrării fiscale, prin crearea de mecanisme și instrumente specifice trebuie să fie priorități clare, urmate de măsuri și acțiuni imediate pentru agenda liderilor europeni.

2.3.2. Mecanisme interguvernamentale pentru menținerea stabilității financiare

Atunci când criza financiară a izbucnit, ZE avea la dispoziție instrumente și proceduri insuficiente ca număr și ca forță/putere pentru a prelua controlul rapid și eficient asupra problemelor (corecția dezechilibrelor sau acordarea unui ajutor financiar către acel stat membru care era amenințat cu insolvența sau cu o criză temporară de lichidități). Escaladarea crizei a determinat statele membre să-și unească eforturile cu instituțiile supra-naționale comunitare pentru a găsi soluții de compromis și de detensionare a situației (Raportul de Larosiere (2009), Raportul Monti (2010), Raportul Liikanen (2012)).

Simultan cu negocierea implementării mecanismelor de prevenție a crizei, a fost agreată, începând cu 2010, operaționalizarea, în paralel, a două mecanisme de gestionare a crizelor în ZE. Meritul inițial al acestor soluții a fost important, pentru că au transmis un semnal pozitiv și au ghidat așteptările piețelor financiare⁴⁷, chiar dacă temporar, în anumite limite și cu anumite restricții, ținând cont de incertitudinile mari de ordin politic și economic pe plan european (criza Greciei). Însă, soluțiile operaționalizabile prin intermediul acestor mecanisme au fost insuficiente, căci fără mesajul și implicarea, practic fără limite, a BCE („whatever it takes”⁴⁸), stabilizarea și

⁴⁷ „cea mai importantă realizare pentru succesul ZE este perceperea imediată și benefică a piețelor financiare” (Janovic, 2013, p.86).

⁴⁸ Aluzia la expresia „whatever it takes” utilizată de președintele BCE, M.Draghi în speech-ul de la „Global Investment Conference” Londra, 26 iulie 2012. Formularea completă a fost următoarea: „Respectând mandatul nostru, BCE este gata să facă orice-i stă în putință pentru a salva moneda euro. Și credeți-mă, va fi suficient”.

menținerea stabilității financiare a ZE nu s-ar fi putut realiza în mod eficace. Participarea BCE, la cote extraordinare, în gestionarea actualei crize a fost rezultatul unui compromis („the only one game in town”, El-Erian, 2016) la care au ajuns statele membre ținând cont de limitele și constrângerile accesării FESF și, mai târziu, a MES. Faptul că, din punct de vedere politic nu s-a putut ajunge la un acord cu privire la crearea unui fond permanent de gestionare a crizei pentru ZE (opoziția parlamentelor naționale), cu resurse nelimitate și acces rapid (propunerea BCE din 2010), a împins statele membre către singura soluție aflată la dispoziție - BCE ca „instituție pompier” (firepower institution), amânând soluția fiscală. Pe viitor însă, este probabil ca gestionarea unei posibile noi crize, prin implicarea la fel de nelimitată a BCE, să nu mai poată fi la fel de eficace, având în vedere limitele actualului cadru de politică monetară (policy stance) și limitele instrumentelor de intervenție. Încercările de suplimentare a portofoliului de mecanisme de gestionare a crizei cu proiectul UB sunt benefice și bine primite, însă pentru menținerea stabilității financiare a ZE pe termen lung trebuie rezolvate chestiunile fiscale care lipsesc din actualul format de implementare a UB.

Facilitatea Europeană de Stabilitate Financiară (FESF) a fost gândită (iunie 2010) ca un mecanism temporar de stabilizare a ZE, care să ajute la evitarea riscurilor, prin mobilizarea resurselor financiare către acele state membre care aveau grave probleme de stabilitate financiară (Irlanda) și de stabilitate macro-economică (Portugalia și Grecia), sub forma administrării datoriei publice (prin emisiuni de titluri de stat și managementul altor instrumente de finanțare de pe piețele de capital). Într-un context atât de complicat, intervenția BCE (primul programul de relaxare monetară OMT de achiziții de titluri de pe piața titlurilor suverane) a fost nu numai necesară, ca urgență, dar și ca eficacitate, pentru stabilizarea ZE. Însă acest mecanism nu a fost suficient, în primul rând pentru că accesul la resursele FESF nu era tocmai facil, iar în al doilea rând, datorită dominantei fiscale (dificultatea autorităților fiscale naționale de a-și gestiona controlul ponderii cheltuielilor bugetare în PIB, și deci a deficitelor bugetare pe termen lung) și a dominantei financiare (dificultatea sectorului financiar privat de a-și gestiona absorbția propriilor pierderi) asupra politicii monetare a BCE.

Pe fondul agravării simultane a crizei financiare (combinarea cu alte tipuri de crize) și a creșterii (către niveluri uriașe) a datoriei suverane, chiar și cu asigurările din partea BCE că va face „orice este necesar” („whatever it takes”), oficialii europeni au fost nevoiți să găsească noi instrumente și mai eficiente în absorbția șocurilor puternic asimetrice.

Prin crearea **Mecanismului European de Stabilitate (MES)**, în octombrie 2012⁴⁹, s-a reușit, într-un timp relativ scurt, să se implementeze un canal de protejare a stabilității financiare a ZE. Introducând un sistem de prevenire și evitare a riscurilor de derapaje macro-economice, care funcționează pe bază de condiționalități ex-ante înscrise într-un program de ajustare macro-economică pentru statele din ZE în dificultate, MES a complementat politica monetară neconvențională a BCE și mecanismul său asociat de împărțire a riscurilor la nivelul politicii monetare unice.

În prezent, MES este principalul instrument de recapitalizare directă a băncilor, acționând ca un instrument de ultimă instanță pentru fiecare stat membru contributor care are probleme de lichiditate temporară, după ce epuizează pârghiile ce țin de mecanismul de recapitalizare internă (bail-in) și contribuția plătită la FUR. Trebuie menționat că procedura de bailing-in este netestată și, ca urmare, poate prezenta riscuri majore (așa cum se vede din situația curentă tare complicată

⁴⁹ Din octombrie 2012 și până în iunie 2015 EFSF și ESM au funcționat în paralel. Din 2015 EFSF nu s-a mai implicat în nici un program de asistență financiară (programul pentru Grecia a expirat în luna iunie), dar cu toate acestea EFSF continuă să opereze pentru administrarea împrumuturilor în derulare.

din Italia)⁵⁰.

Însă, la nivelul ZE, nu putem vorbi despre MES ca despre un împrumutător real de ultimă instanță a sectorului bancar; cel puțin câteva probleme trebuie luate în considerare atunci când discutăm despre necesitatea reformării MES pentru o gestionare mai eficace a unei viitoare crize (Enderlein, Letta și alții, 2016, p.22):

- *Resursele financiare ale MES sunt insuficiente* pentru o intervenție de urgență (a se vedea discuțiile recente cu privire la problemele curente ale sistemului bancar italian);
- *Accesul la MES este dificil*, nu numai datorită condiționalităților obligatorii printr-un program de asistență financiară, dar și datorită numărului mare de instituții implicate, autorități naționale, instituțiile europene și instituțiile financiare internaționale, ale căror viziuni și opinii sunt uneori dificil de consensualizat, mai ales dacă este vorba despre o suprapunere de crize (a se vedea discuțiile despre opțiunile privind restructurarea datoriei în Grecia);
- *Guvernanța internă a MES este dezechilibrată*: pe de o parte, MES este o organizație interguvernamentală între 19 state membre, care acordă *direct* asistență financiară sistemului bancar și/sau statelor membre cu probleme temporare de lichiditate dar potențial reversibile în probleme de solvabilitate; pe de altă parte, MES împarte controlul asupra îndeplinirii condiționalităților cu toți actorii implicați; altfel spus, MES este în situația, cel puțin neclară, de a-și exercita, în mod *indirect*, funcția de monitorizare a stabilității ZE, plus funcția de evaluare a eficacității condiționalităților din programele sale de asistență financiară⁵¹.
- *Sprrijinul BCE continuă să fie determinant* pentru menținerea stabilității ZE dar, în prezent, implicarea BCE poate fi puternic subminată de absența sprijinului politic din partea statelor membre cu probleme. În formatul actual, MES și BCE nu pot asigura în totalitate stabilizarea și gestionarea dezechilibrelor dacă statele membre cu probleme nu-și asumă responsabilitatea îndeplinirii condiționalităților din programele de asistență financiară, precum și a implementării reformelor structurale. Pentru că, deocamdată, din punct de vedere politic, nu s-a putut consensualiza o soluție fiscală completă de gestionare a crizei, povara amortizării șocurilor unei viitoare crize se îndreaptă tot spre BCE. S-a sperat că proiectul UB va suplimenta capacitatea ZE de a prelua șocurile puternic asimetrice, contribuind astfel la asigurarea stabilității financiare. Numai că, **în formatul actual, UB nu poate face prea multe pentru rezolvarea deficiențelor ZE, pentru că lipsesc din cadrul de implementare cele mai importante 2 pârghii: o schemă comună unică de garantare a depozitelor (EDIS), care ar trebui să funcționeze în tandem cu MES și FUR, plus un cadru comun de guvernanță fiscală pe termen lung, specific uniunii fiscale (trezoreria europeană care să rezolve problema transferurilor dintre statele membre, funcția de stabilizare fiscală etc.).**
- *Factorul politic* joacă, așadar, un rol major în această ecuație, nu numai la nivelul guvernelor naționale care trebuie să implementeze reformele structurale, ci și la nivelul instituțiilor comunitare, care trebuie să grăbească negocierile cu statele membre pentru consensualizarea

⁵⁰ Procedura de bailing-in poate mări cliavajul între sectoare bancare în funcție de potența diferită a economiilor din ZE.

⁵¹ nu întâmplător la începutul lunii septembrie, MES a nominalizat un evaluator independent pentru programele precedente de asistență financiară derulate prin FEFS, respective prin MES; pentru mai multe detalii vezi comunicatul ESM din 7 septembrie 2016: <http://www.esm.europa.eu/press/releases/gertrude-tumpel-gugerell-to-lead-evaluation-of-past-efsfesm-programmes.htm>

aspectelor fiscale care frânează finalizarea proiectului UB.

- *Reformarea MES este vitală* pentru a asigura resurse financiare suficient de mari, sau chiar nelimitate, care să fie capabile să detensioneze presiunile piețelor financiare în cazuri excepționale pentru statele membre cu probleme. Există cel puțin două propuneri în direcția reformării MES. Prima propunere aparține Institutului austriac de cercetări economice și se referă la transformarea FESF (actualul MES) într-un Euro(pean) Monetary Fund (2011); ulterior Gros și Mayer (2010), Pisany-Ferry și Sapir (2010) au preluat și dezvoltat această idee. A doua propunere vizează păstrarea actualului cadru al MES și emiterea de Eurobonds (așa numitele „stability bonds”, propunerea CE din 2011)—deși și aici ar putea fi o problemă legată de inegalitatea contribuțiilor la capitalul MES (statele membre care au un rating mai mic vor plăti mai mult decât cele care au un rating mai mare). În plus, contribuțiile la MES sunt formate din bani lichizi plus garanții, iar mecanismul prin care MES activează aceste garanții la împrumut pune presiuni suplimentare pe bugetele naționale, în sensul creșterii deficitului bugetar.

Proiectul UB nu poate fi un substitut pentru reformarea MES, pentru că rămân nerezolvate cel puțin două aspecte fundamentale de integrare fiscală: *funcția de asigurare a transferurilor între regiuni/state membre care sunt afectate de șocuri puternic asimetrice și, *funcția de stabilizare, care ajută la absorbția șocurilor simetrice la nivelul întregii uniuni monetare.

În plus, mai există o serie de dileme care vor trebui clarificate pentru o reformare eficientă a MES:

- *Problema datoriilor suverane*: măsurile prudențiale implementate până acum (limitarea mai severă a creditării, cerințe mai mari de capital și de rezerve de lichiditate, monitorizarea surselor alternative de finanțare de pe piața de capital și din zona sectorului bancar umbră/shadow banks, etc.) și-au arătat utilitatea, dar și limitele, pentru menținerea stabilității financiare; ele nu pot rezolva însă în totalitate ruperea cercului vicios dintre sistemul bancar și autoritățile naționale suverane.

Legat de acest subiect, cel puțin câteva alte priorități mai rămân de rezolvat în următorii ani: *eliminarea sau micșorarea ajutoarelor de stat și a altor scheme fiscale care recurg la bugetul de stat, *mutualizarea pierderilor (o încercare a fost propunerea de mutualizare parțială a lui Delpla și von Weiszecker, 2010 și 2011⁵²), emisiuni de obligațiuni comune prin care să se încerce ruperea cercului vicios („diabolic loop”) între datoriile suverane și bilanțurile bancare, dar care să nu implice mutualizarea datoriilor (așa numitele „safe bonds” (Brunnermeier și alții, 2011, 2012, 2016⁵³), *repartizarea poverii datoriilor între autoritățile naționale și instituțiile financiare, etc., deși aici trebuie luați în calcul și alți factori circumstanțiali cum ar fi: profilul dual de finanțare al sistemului bancar european, finanțarea datoriei publice, efectele recapitalizării interne, coordonarea politicilor la nivel european, etc..

- *Problema aranjamentelor fiscale naționale*: cum va reuși UB să faciliteze găsirea de noi

⁵² Propunerea lui Delpla și von Weiszecker („the Blue Bond Proposal”, 2010 și 2011) de mutualizare a unui nivel al datoriei de 60% din PIB a fost inițial acceptată de Germania dar apoi nu a mai fost reluată în discuție. Există și o propunere a unor consilieri ai guvernului federal german (Beatrice Weder di Mauro, Peter Bofinger et.al); tot în acest sens, vezi și Buchheit L., Beatrice Weder di Mauro, Anna Gelpern, Mitu Gulati, Ugo Panizza, Jeromin Zettelmeyer, 2013, „Revisiting sovereign bankruptcy”.

⁵³ Propunerea de creare de „safe bonds” (obligațiuni sigure) prin combinare și splitare de obligațiuni suverane în tranșe senior și tranșe junior (pooling and tranching) urmărește să spargă conexiunea diabolică între datoriile suverane și bilanțurile bancare (Brunnermeier și alții, 2011, 2012, 2016). Pentru investigarea fezabilității acestei propuneri s-a decis formarea unei task force la nivel înalt care va înainta un raport Consiliului ESRB în primavara anului 2017.

mecanisme pentru împărțirea poverii corecțiilor macro-economice, când încă se mai caută soluții de compromis pentru un cadrul comun de gestionare a politicilor macro-economice în condițiile actuale deflaționiste și de încetinire a creșterii economice a ZE (aluzie la discuția despre bunurile publice europene din secțiunea anterioară), sau pentru un “financial backstop” credibil și puternic?

- *Problema îmbunătățirii accesibilității la MES*, respectiv la recapitalizarea directă a băncilor, care să ajute la recăpătarea încrederii în sistemul bancar, prin menținerea sub control a datoriilor suverane (cazurile în care o bancă este în pericol iar pentru salvarea acesteia vor fi suficient de eficiente actualele instrumente astfel încât să nu se recurgă la creșterea datoriei suverane la cote alarmante, negestionabile?).

Aici intervine necesitatea revizuirii permanente a MES, cel puțin din două considerente: *capacitatea de multiplicare a resurselor sale financiare (prin împrumuturi direct de pe piețe și, prin creșterea contribuțiilor statelor membre pe bază de acord inter-guvernamental⁵⁴) și, condiționalitățile care decurg din programele de asistență financiară.

- *Problema corelării operaționale* dintre cele 3 instrumente: cum vor putea MES, MUR și EDIS să se complementeze și coordoneze reciproc în cazuri de intervenție urgentă? (printr-o într-o linie comună de creditare ar fi soluția rapidă oferită de Raportul celor 5 președinți, 2015, p.14).
- *Aplicabilitatea procedurilor de bailing-in*. Cum se vede în situația complicată din sectorul bancar din Italia, unde Monte Paschi di Siena a fost recapitalizată indirect, printr-o schemă inițiată de stat, procedurile bailing-in nu pot fi aplicate indiferent de circumstanțe.

Și atunci, care ar trebui să fie direcția de urmat pentru reformarea MES și transformarea sa într-un instrument de stabilizare a ZE? Există mai multe propuneri (un așa numit „first aid kit for the euro area” (Enderlein, Letta și alții, 2016, p.21), propunerea Bundesbank (2016), etc.) care insistă pe ideea transformării MES prin: *suplimentarea disponibilităților sale financiare (la 200 sau chiar la 500 miliarde euro), *accesul la piața secundară de titluri suverane și, *împărțirea garanțiilor și, deci a riscurilor, între statele membre, cu girul parlamentelor naționale⁵⁵. Suplimentar, grăbirea finalizării proiectului UB devine esențială, pentru complementarea actualului cadru al MES cu un mecanism de împărțire a riscurilor între schemele naționale de garantare a depozitelor, cuplat cu un mecanism de reducere a riscurilor la nivelul sistemelor bancare naționale, plus un FUR funcțional (și mult mai solid). Reformarea MES ar trebui să includă și o îmbunătățire mai eficientă a coordonării politicilor economice (accelerarea eforturilor spre convergență, revizuirea periodică a sistemului comun de reguli fiscale, o conlucrare mai strânsă între parlamentele naționale și Parlamentul European (PE)).

⁵⁴ Accesul la resursele financiare ale FESF nu este automat, există o diferență între împrumuturi condiționate de programe de ajustări macro-economice (angajamente punctuale dintr-un pachet comprehensiv de reforme care trebuie asumate și implementate de către autoritățile din statul membru cu probleme pe termen scurt și mediu) și, liniile de creditare pentru cazuri punctuale de pierderi temporare de lichidități, pentru care nu este neapărat necesară instituirea de condiționalități stricte pe ansamblul politicilor macroeconomice ale respectivului stat membru, dar care obligă autoritățile să întreprindă acțiuni corective menite să ajute la identificarea și eliminarea slăbiciunilor și evitarea problemelor în viitor pentru reîntoarcerea la finanțarea directă de pe piețele financiare (accesul la piețele primare și secundare de titluri de stat, acordarea de asistență de tip preventiv/precautionary sub formă de linii de credit, similare celor oferite de FMI, asistență punctuală pentru sectorul financiar și asistență directă pentru instituțiile financiare-recapitalizare directă).

⁵⁵ Aici este de menționat problema existenței de „safe assets” care să slăbească cercul vicios între datoriile suverane și bilanțurile bancare (vezi Brunnermeier și alții, 2016). Dar, obligațiunile sintetice care ar rezulta din obligațiunile suverane și care ar conține o tranșă de bonds-uri senior (care ar fi achiziționate de bănci) și bonds-uri junior, nu poate rezolva, în mod fundamental, cercul vicios; este nevoie de însănătoșirea economiilor și de restructurarea datoriilor.

2.4. Adaptarea Băncii Centrale Europene la noile realități

„Politica monetară nu va mai fi ce a fost” (Blanchard, 2013). Evenimentele ultimilor opt ani de criză au pus la încercare eficacitatea modelului de guvernare a BCE și a funcțiilor sale. În plus, revine tot mai mult pe agenda liderilor europeni îngrijorarea cu privire la intenția prelungită a guvernele naționale ale statelor membre din ZE de a continua să se bazeze prea mult pe intervenția BCE pentru stimularea creșterii economice. Dacă inițial măsurile extraordinare de intervenții neortodoxe ale BCE au fost orientate în direcția stabilizării imediate a ZE și a „cumpărării” de timp pentru a da răgaz liderilor europeni să găsească soluții de atenuare a dezechilibrelor macro-economice și de diminuare a gap-ului structural, în prezent se nasc alte întrebări: un mix echilibrat de politică monetară și fiscală se poate realiza numai prin actualele politici de coordonare între statele membre, atâta vreme cât există o slabă voință politică pentru politici fiscale anti-ciclice sau pentru grăbirea soluțiilor la problemele fiscale ale proiectului UB care să reducă din povara intervențiilor BCE?

În perioada post-criză, BCE a fost considerată sub-optimal configurată (Masciandaro și Pasarelli, 2013), cel puțin în următoarele cazuri: (i) duplicitatea cu care a operat funcția de politică monetară unică și funcția de supraveghere unică, eliminată odată cu introducerea „zidului chinezesc” (Schloser, 2015, p. 2) de separare a celor două funcții, prin implementarea MUS; (ii) întârzierea cu care s-a adoptat setul standard de reguli pentru separarea instituțională și operațională a celor două funcții și, interconectarea cu celelalte funcții ale BCE (în special cu funcția de stabilitate financiară), (iii) complicarea relației dintre funcțiile și obiectivele băncii centrale.

BCE a fost nevoită să ia măsuri pentru adaptarea la noua realitate neconvențională din perioada post-criză din 2 perspective: *a*/ajustarea modelului de guvernare (coabitarea cu obiectivul de stabilitate, capacitatea de a gestiona puterea băncii centrale unice), *b*/asumarea de noi responsabilități: mandatul de macro-stabilitate, și funcția de supraveghere unică consolidată a sistemului bancar european. Concomitent însă, BCE are în față o serie de provocări majore în ceea ce privește adaptarea conduitei politicii sale monetare la noua realitate a dobânzilor foarte scăzute, precum și gestionarea implicațiilor unei posibile noi crize asupra instrumentelor sale de intervenție.

2.4.1. Ajustarea modelului de guvernanta a Băncii Centrale Europene

În perioada post-criză cel puțin 3 mari provocări au complicat relația dintre funcțiile și obiectivele BCE, pe de o parte, și politicile pe care le elaborează și conduce, pe de altă parte, ținând cont că BCE a avut la îndemână, până la apariția crizei, un singur instrument—rata dobânzii pe termen scurt.

Prima mare provocare pentru BCE a pornit de la noua paradigmă a băncii centrale prin renunțarea la presupuziția că, pentru acele bănci centrale care au adoptat regimul de țintire a inflației, explicit sau implicit (cazul BCE), obiectivul primar era stabilitatea prețurilor, iar o serie de parametri aferenți funcției de stabilitate financiară au fost incluși în deciziile de politică monetară. În fapt, s-a renunțat la viziunea conform căreia stabilitatea prețurilor ar asigura, ipso facto, stabilitatea financiară (cum spune „ipoteza piețelor eficiente” a lui Fama (1965)). Corelat, s-a lărgit și mandatul cu privire la asumarea emfatică a obiectivului de stabilitate financiară⁵⁶, inclusiv printr-un nou regim de reglementare și supraveghere a sistemului financiar, regândirea arsenalului de măsuri macro-prudențiale. În efortul de a preveni debt-deflation și căderea sistemului bancar-financiar se încadrează inițierea, de către BEC, deși la distanță de FED și Banca Angliei, a măsurilor neconvenționale de relaxare monetară.

Programele inițiale de BCE de relaxare monetară lansate cu scopul de a stimula creșterea economică în ZE au satisfăcut o dublă necesitate: (i) necesitatea ca BCE să se implice în stabilizarea și menținerea stabilității financiare a ZE; FESF și, mai târziu MES au fost instrumente de intervenție pe timpul crizei dar nu suficiente și nici eficiente pentru gestionarea pe termen lung a crizelor. În momentul izbucnirii crizei, a fost nevoie de un semnal clar și fără echivoc („whatever it takes”) care să calmeze piețele financiare, în sensul că există resurse nelimitate de intervenție (acesta a fost sensul primelor programe ale BCE de a cumpăra titlurile suverane ale statelor din ZE care aveau probleme de insolvabilitate (programul Securities Market Programme (SNP), din 2010 și programul Outright Monetary Transactions (OMT) din 2012); (ii) necesitatea de a reduce riscurile deflaționiste din ZE.

Din perspectiva modelului intern de guvernanta, BCE a fost în ipostaza de a fi nevoită să-și apere mandatul unic conferit de TFUE: menținerea stabilității prețurilor. Încă din faza inițială de promovare a relaxării politicii monetare, unele voci de experți și unele state membre au formulat o serie de rezerve⁵⁷ și îngrijorări cu privire la: (a) dificultatea implementării unei strategii de ieșire efectivă din programele de relaxare monetară (b) dificultatea asumării explicite a funcției de împrumutător de ultimă instanță, și, (c) creșterea fluctuațiilor și a volatilității de pe piețele financiare, având în vedere apetitul crescut la riscuri al unor investitori care sunt dispuși să investească mai mult pe termen scurt și foarte scurt. În paralel, îndoieli au apărut și în rândul unor economiști de la FMI cu privire la eficiența liberalizării totale a mișcărilor de capital, ceea ce a readus în actualitate discuțiile despre imposibila trinitate a lui Obstfeld și Taylor (Obstfeld și

⁵⁶ Noua paradigmă a băncilor centrale spune că, în cele mai multe din cazuri, banca centrală nu a putut prezice criza financiară în primul rând din cauza neincluzării în modelul său a parametrilor aferenți funcției de stabilitate financiară; ca urmare, devine logică și necesară lărgirea mandatului băncii centrale în sensul de a asuma integrală a obiectivului de stabilitate financiară, alături de obiectivul primar privind stabilitatea prețurilor (Obstfeld și Rogoff, 2009); (Reinhart și Rogoff, 2009). Vezi și William White (2012) cum spune Claudio Borio „modelele macro fără finanță sunt precum Hamlet fără prinț” (2012). Această idee este subliniată și de Markus Brunnermeier și alții (2011, 2012, 2016).

⁵⁷ o parte din expertii grupului Bruegel precum și o parte a membrilor Comitetului Executiv al BCE și ai Consiliului Guvernatorilor din cadrul SEBC.

Taylor, 2004; Krugman, 2011; Dăianu și Vrâncanu, 2002)⁵⁸; cam în acest context a fost inițiată măsura introducerii temporare de restricții de capital în cazul crizei financiare din Cipru, sau lansarea, spre dezbateră, a unor studii despre de-euroizare (Belhocine și alții, 2016), ca o reflectare a modificării de politică instituțională la nivelul unor instituții financiare internaționale, cum ar fi FMI⁵⁹. Ironia demersului BCE rezidă în efortul de a crea inflație, nu atât de menținere a stabilității prețurilor. Teama de deflație în condiții de mare supra-îndatorare (debt-overhang) obligă la măsuri non-standard pe scara largă. Însă există presiuni dezinflaționiste foarte mari în economia globală care subminează acest demers. În plus, injecțiile masive de lichiditate au efecte perverse, creează bule speculative (ce nu sunt ușor contracarate de măsuri macro-prudențiale) și favorizează migrația riscurilor sistemice către piețele non-bancare.

A doua mare provocare pentru BCE a pornit de la necesitatea de a coabita cu două obiective unice de stabilitate: stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară (twin objectives). BCE s-a confruntat astfel cu nevoia de a-și reevalua cadrul de guvernare și nevoia de a ajunge la un compromis pentru a livra un alt bun public european - stabilitatea financiară a ZE și, a UE, în general. După criză, când s-a constatat că politicile monetare pot influența condițiile financiare și, în anume circumstanțe, pot chiar influența comportamentul sectorului financiar, în sensul creșterii apetitului la risc, în ideea de a avea o politică monetară cât mai asimetrică cu ciclul financiar; politicile monetare trebuie să prevină dezechilibrele financiare, pentru că acestea pot periclita atingerea obiectivului unic-stabilitatea prețurilor⁶⁰. Asocierea stabilității financiare, ca obiectiv primar dual, poate afecta atât acuratețea și eficacitatea contribuției politicilor monetare la atingerea stabilității financiare, cât și transparența limitelor politicilor monetare de a-și îndeplini mandatul și obiectivul unic de stabilitate a prețurilor. Aici este o dispută conceptuală continuă: BRI (Banca

⁵⁸ trilema politicii financiare spune că autoritățile dintr-o țară nu pot urmări, simultan, atingerea a trei obiective: o politică monetară autonomă (care să fie utilizată în funcție de mișcarea ciclică a economiei), stabilitatea cursului de schimb (care să elimine volatilitatea extremă, ce dăunează relațiilor comerciale și stabilității economiei) și mișcări de capital libere (ce permit mărirea gamei de investiții și ajută la atenuarea unui deficit de resurse interne investiționale). Adică, dacă se dorește menținerea autonomiei politicii monetare trebuie renunțat fie la mișcarea fără restricții a fluxurilor de capital, fie la stabilitatea cursului de schimb. Sau, dacă se dorește stabilitatea cursului de schimb și fluxuri nestânjenite de capital (precum în zona monetară unică, din UE) se renunță la politica monetară autonomă''(vezi și Dăianu, 2012, p. 62.)

⁵⁹ Pentru mai multe detalii a se vedea studiul și poziția oficială a FMI:
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

⁶⁰ Jurgen Stark, fost economist șef al BCE sugera în 2009 necesitatea unei dezvoltări mai profunde a cadrului analitic aferent mandatului macro-prudențial asumat de banca centrală (Stark, 2009, p. 3); în 2010, la trei ani după declanșarea crizei, Allesina și Stella (2010) vorbeau despre o separare instituțională între politica fiscală și politica de stabilitate financiară; în iunie 2012, guvernatorul Băncii Naționale a României (BNR), Mugur Isărescu, argumenta în legătură cu „separarea netă dintre funcția de asigurare a stabilității prețurilor și cea a stabilității financiare, pentru simplificarea conceperii și implementării politicilor, prin evitarea conflictelor la nivelul obiectivelor acestora”. Concomitent, guvernatorul BNR pleda pentru „integrarea funcțiilor stabilității prețurilor și stabilității financiare într-o singură instituție”, ca o componentă a integrării instituționale aprofundate (Isărescu, 2012, p. 3); la sfârșitul anului 2012, Mark Carney, în calitate de viitor guvernator al Băncii Angliei dezvolta o idee, enunțată inițial în 2009, cu privire la faptul că stabilitatea prețurilor nu garantează stabilitatea financiară, fiind adesea asociată cu creșterea excesivă a creditului și cu apariția bulelor de active (assets bubbles); tocmai de aceea, spunea Carney, este necesară o integrare a funcției de stabilitate financiară în normele și regulile cadrului de politică monetară deoarece o „întărire a reglementării ca răspuns la criză, axată pe înăsprirea (tot mai contra-ciclică a) cerințelor de capital, poate modifica mecanismul de transmisie și, implicit, implementarea politicii monetare” (Carney, 2012, p. 2); în ianuarie 2013, Mervin King, fost guvernator al Băncii Angliei, completa ideea lui Carney cu noi clarificări, precizând că o revizuire a actualului cadrul de politică monetară poate fi considerată „sensibilă”, admitând faptul că, o diviziune a muncii mai clară între cele două funcții este absolut necesară, pentru că, politica monetară, în general și, „stimulii monetari, de unii singuri, nu pot fi un panaceu”, mai ales când suplimentar, în acest „joc” intervin constrângerile politicii fiscale și nivelul datoriei publice (King, 2013, p. 3).

Reglementelor Internaționale) pledează pentru o politică monetară care să încerce să atenueze amplitudinea ciclului financiar, a bulelor speculative. Altă opinie (Svensson (2015), de pildă și oficiali ai FED⁶¹) consideră că măsurile macro-prudențiale sunt mai adecvate pentru a contracara expansiunea creditului.

A treia mare provocare pentru BCE a venit din necesitatea de a-și gestiona puterea sa instituțională. Confruntarea cu criza a adus BCE în ipostaza de a-și pune în valoare o triplă putere (Likes, 2005)⁶²: *puterea de a elabora și de a conduce politica monetară a statelor membre din ZE, *puterea de a avea control asupra instrumentelor monetare aflate la îndemână sa și, *puterea de a influența decidenții din domeniul financiar-bancar, inclusiv piețele financiare internaționale, dar fără a se lăsa influențată.

În fine, o mare provocare pentru BCE și pentru alte bănci centrale este ajustarea conduitei de politică monetară, într-o perioadă de inflație și de dobânzi foarte mici.

2.4.2. Conduita de politică monetară într-o eră cu dobânzi foarte scăzute⁶³

Dobânzile, în scădere continuă, și ratele de politică monetară foarte joase, chiar negative, au pus pe gânduri observatori ai economiei globale, provocând dezbateri, uneori aprinse, între economiști și decidenți (vezi și den Haan, 2016). Bănci centrale, mai ales cele mari, care dau tonul într-o lume cu interdependențe adânci în piețele financiare, sunt în centrul atenției și al dezbaterilor. Președintele BCE, Mario Draghi, referindu-se la măsurile neconvenționale și la nivelul scăzut al ratelor de politică monetară, a menționat condițiile structurale din economia europeană și din cea mondială. Aceste condiții privesc, esențialmente, investițiile în raport cu economisirea (Draghi, 2016).

Rate naturale (de echilibru/neutre) ale dobânzii

Între cauzele care au indus un trend descrescător al dobânzilor și al ratelor de politică monetară pot fi menționate câteva: demografia, mersul productivității în ultimele decenii, globalizarea, criza financiară, supra-îndatorarea, distribuția veniturilor, noile tehnologii, marile incertitudini interne și internaționale, toate repercutându-se asupra investițiilor și a economisirii.

Rata naturală, de echilibru/neutră, a dobânzii, potrivit accepțiunii pe care o datorăm lui Knut Wicksell (1936, p.102), egalizează investițiile cu economisirea, în cazul unei utilizări depline a resurselor în economie. Este implicată în această formulare ipoteza că resursele sunt bine folosite (alocate), precum și faptul că nu suntem în preajma sau după o recesiune sau o criză majoră. Rata naturală a dobânzii indică preferința pentru consumul prezent în raport cu cel viitor. Cu cât rata dobânzii este mai înaltă, cu atât costul renunțării la consumul prezent (în favoarea economisirii) este mai avantajos. În ceea ce privește investițiile, un nivel mai ridicat al ratei dobânzii (respectiv al costului creditului) diminuează volumul acestora. Într-o criză majoră, ambele preferințe se pot modifica în mod substanțial. Nivelul investițiilor influențează PIB-ul potențial. Dar această teză

⁶¹ Vezi celelalte prezentări în cadrul celei de-a 59 conferințe a FED cu tema „Macprudential monetary policy”, găzduită de FED Boston, 30 septembrie 2015.

⁶² pornim de la cele trei tipuri de puteri instituționale despre care vorbea Lukes (2005).

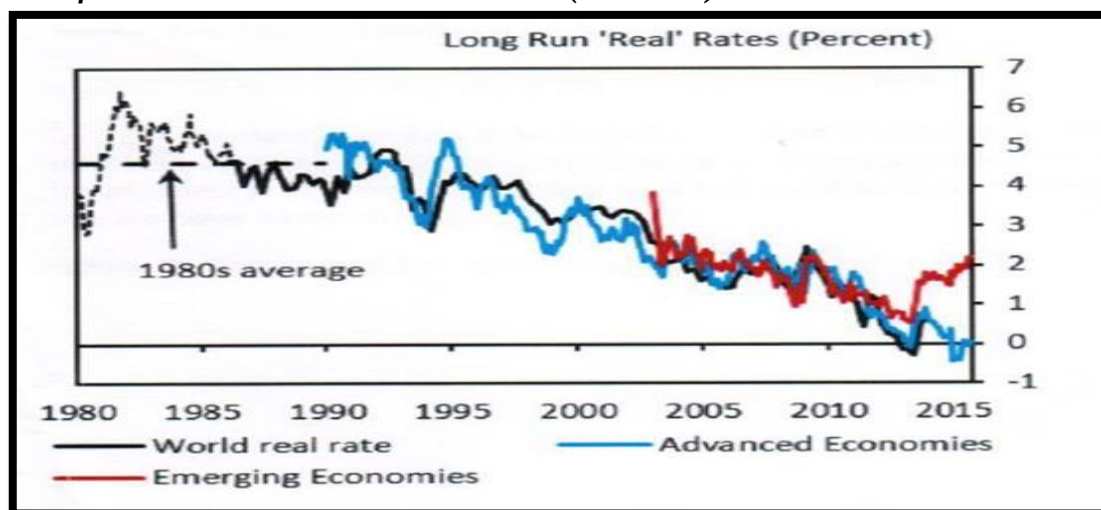
⁶³ Această secțiune preia idei care se regăsesc și în Dăianu (2016a,c-e).

este valabilă în condițiile în care alocarea resurselor este bună. Dacă se fac multe investiții greșite, se creează premise pentru o nouă criză.

De ce depinde rata naturală a dobânzii? De înclinația (dorința) pentru investiții și de cea pentru economisire. Dacă înclinația spre economisire crește, să zicem ca urmare a evoluției demografice, a incertitudinilor, etc., are loc o scădere a ratei de echilibru a dobânzii; aceasta înseamnă că, pentru aceeași remunerare a capitalului, agenții sunt tentați să economisească mai mult. Altfel spus, cu un volum crescut de economisire, rata de echilibru a dobânzii merge în jos; mai multe investiții pot fi finanțate la acest nivel al ratei dobânzii, ceea ce poate mări producția viitoare. Dar intervine aici și problema structurii/calității investițiilor, ce influențează PIB-ul potențial.

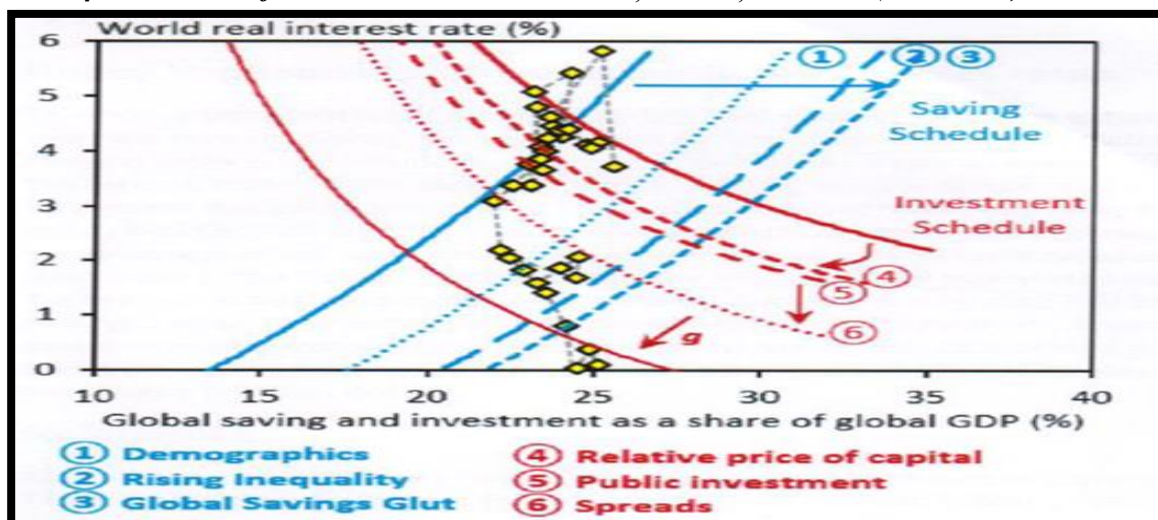
Preferințele consumatorilor, ale firmelor pot fi modificate de circumstanțe, atât în ceea ce privește consumul/economisirea, cât și în ceea ce privește investițiile. Și înclinația spre investiție poate crește, sau se poate diminua. Teama de viitor, de exemplu, poate reduce propensiunea către investiții la aceeași rată așteptată a randamentului; în teama de viitor poate fi inclusă o gamă variată de factori, între care deteriorarea mediului economic, social, politic, geopolitic, tot felul de incertitudini -cum se întâmplă acum în numeroase economii-, precum și un cost diminuat al capitalului fix (echipamentelor), care reduce volumul investițiilor la același nivel de dobândă. Economia americană care, prin dimensiune și adâncime, se apropie cel mai mult de prototipul unei economii închise, a cunoscut o scădere sistematică a ratelor reale în ultimele decenii (Williams și Laubach, 2001; King și Low, 2014; Summers, 2014; Haldane, 2015, etc.), de la 4-5% acum câteva decenii, la aproape de zero în prezent. Pentru economia SUA sunt analize potrivit cărora rata de echilibru, care ar permite o utilizare deplină a resurselor, ar fi negativă în prezent (Bradford de Long și Summers, 2012; Summers, 2014). Dar dacă șomajul a ajuns în economia americană sub 5% în august 2016 se mai poate vorbi de sub-utilizare masivă de resurse? Deși, această cifră trebuie corectată cu participarea pe piața muncii și salarizarea. În economia globală, care poate fi vizualizată ca una închisă, ratele reale de echilibru au scăzut în mod constant în ultimele trei decenii (Figura 2.1 și Figura 2.2, Rachel și Smith, 2015); Figura 2.2 ilustrează și factorii care au mișcat economisirea și investițiile.

Graficul 2.1: Scăderea ratelor reale în lume (1980-2015)



Sursa: Rachel și Smith (2015) care citează pe King și Low (2014), Consensus Economics, IMF, Datastream

Graficul 2.2: Modificări în ratele de economisire și investiție în lume (1989-2015)



Sursa: Rachel și Smith (2015) care citează pe King și Low (2014), Consensus Economics, IMF, Datastream

Apar două întrebări cheie: dacă sunt de înțeles rate naturale (de echilibru) ale dobânzii negative și dacă au eficacitate ratele negative de politică monetară?

Dacă alocarea resurselor ar fi adecvată, atunci rata naturală (de echilibru) nu ar trebui să fie sub zero. Este un răspuns ce ține de bun simț economic. Dar când alocarea a fost/este defectuoasă și, când condițiile structurale sunt nefavorabile apare o nouă situație; se poate manifesta o sub-utilizare masivă și cronică de resurse, cu șomaj mare persistent, o intensitate mare a hysteresis-ului. Asemenea condiții pot eroda nu numai valoarea resurselor existente, ci și PIB-ul potențial. De aceea, sunt argumente ce pledează pentru intervenție publică de a se ieși din starea de sub-utilizare considerabilă a resurselor și de a se evita deflația, debt-deflation. Dacă se admite această linie de argumentație (pe care s-a înscris și poziția BCE), problema de lămurit este a mix-ului de instrumente, în circumstanțe în care măsurile neconvenționale ale băncilor centrale intră în teritoriul randamentelor descendente și creează efecte perverse (între care noi bule speculative). Bradford DeLong și Summers (2012) susțin că este mai bine, în circumstanțele actuale, să fie utilizată politica fiscală decât să se continue cu injectare masivă de lichidități, care alimentează efecte perverse (între care bule speculative și accentuarea de inegalități). Și Stiglitz (2016) pledează pentru stimul fiscal în condiții de dobânzi joase persistente (rate reale negative).

O altă întrebare legitimă este dacă la rate negative nu s-ar perpetua o alocare defectuoasă a resurselor (Borio, 2014 și 2016) și o accentuare a efectelor distribuționale rele (Stiglitz, 2016). Summers (2014) consideră că ne confruntăm cu un trade-off între stimularea producției și stabilitatea financiară, injecțiile de baza monetară alimentând căutarea de randamente și noi bule speculative; de aici îndemnul său de a se folosi instrumentul fiscal mai mult. Motivul ar fi că, la rate de dobândă foarte mici nu ar trebui să ne temem de deficite bugetare mai mari, susțin DeLong și Summers (2012) și că, deficitele suplimentate ar fi lesne auto-finanțabile (printr-un multiplicator fiscal mare și creșterea PIB-ului potențial). Dar este această teză valabilă pentru toate economiile? Ce își poate permite, de pildă, economia americană (care emite principala monedă de rezerva a lumii) nu este neapărat valabil pentru economii emergente, cu vulnerabilități inerente (între care și grad de dolarizare/euroizare înalt).

Rate negative de politică monetară?

Să facem referire la monedă, după ce am văzut că factorii structurali sunt cei care determină, esențialmente, dorința de investiție și cea de economisire. În condițiile în care inflația este foarte scăzută, ratele de politică monetară se lovesc de “zero lower bound” (ZLB). Dacă ratele reale ar trebui să fie negative, pentru a aduce nivelul producției la cel potențial, nu în cele din urmă pentru a evita un hysteresis periculos (un șomaj structural foarte înalt și erodarea PIB-ului potențial), atunci apare o dilemă, dar și o problemă tehnică: pot și este normal să fie aduse ratele de politică monetară la niveluri negative? Cum arată experiența din ultimii ani, bariera tehnică poate fi depășită. Dilema de politică rămâne însă.

Analiza este cu atât mai complexă cu cât economia este mai deschisă, când se poate exporta, sau importa capital (economisire). La această situație s-a referit Mario Draghi la reuniunea anuală a Asia Development Bank de la Frankfurt din 2 mai 2016, menționând că, pentru economiile deschise, ce contează este raportul între cererea și oferta de capital în ansamblu, între cererea de investiții și oferta de economisire, mai precis. Și aceasta observație are teme dacă ținem cont nu numai de un “savings glut” (supra-abundența de economisire, Bernanke, 2005) apărut în economia globală, prin încorporarea economiei Chinei din ultimele decenii (o țară unde populația economisește cca. 50% din venituri), dar și de salariile foarte mici cu care asiaticii și est-europenii au intrat în competiția globală, ceea ce a favorizat dezinflație, presiuni deflaționiste. În plus, ZE, cu a sa asimetrie de competitivitate în interior (între Nord și Sud) și, care are un surplus de cont curent de peste 3% din PIB (în 2015), exercită o presiune majoră asupra balanței globale, între economisire și investiții.

O economie poate avea echilibru intern între economisire și investiții, dar dacă se confruntă cu o infuzie masivă de capital, dobânzile pot merge în jos în mod dramatic; poate crește producția pe o perioadă de timp peste potențial și, mai ales, se pot forma bule speculative dacă investițiile nu sunt cele potrivite. Bulele speculative s-au format în economii periferice din ZE, în economii emergente din UE (inclusiv România), unde au fost accentuate dezechilibre externe. S-a întâmplat în economia globală, inclusiv ca urmare a programelor de relaxare cantitativă (QE) din anii recenti, care au mișcat lichidități spre economii emergente.

BCE încearcă să reconsidere situația de ansamblu a ZE. O mare întrebare este dacă BCE are motive să practice dobânzi negative, iar aici discuția ar trebui să ia în considerare aspecte precum: concurența valutară în economia globală (cursul diminuat al euro față de USD fiind menit să stimuleze economiile periferice din ZE), teama de debt-deflation și încercarea de a stimula de-economisirea (pentru a incita consumul), teama de hysteresis. Dar, una peste alta, nivelul real al dobânzilor este scăzut ca rezultat al raportului între economisire și investiții; acțiunea băncilor centrale poate influența nivelul dobânzilor numai pe termen scurt; pe termen lung însă, acțiunea lor poate avea efect dacă ajută la scoaterea economiilor din “groapă”, limitând erodarea PIB-ului potențial. Băncile centrale nu pot fi un factotum; sunt necesare măsuri de reformă care să se ocupe de hibe structurale din economii și care privesc demografia, educația, investiții publice, inovația, etc. Iar în ZE este nevoie de reforme instituționale și de mecanisme care să reducă neîncrederea în funcționarea acestora ca uniune monetară⁶⁴.

⁶⁴ Propuneri interesante și care țin cont de realitatea politică din UE au Corsetti și alții, 2016.

Ce poate duce ratele naturale în sus

Ar avea sens ca BCE să ridice dobânzile prin reversarea programului QE? Aici, problema se complică mult, deoarece creșterea costului creditului, cumulat cu o probabilă mărire a inclinației spre economisire (indusă de creșterea dobânzilor) ar împinge, este de gândit, economia europeană din nou în recesiune, posibil într-un nou episod de criză acută, cu deteriorarea situației băncilor, etc. În aceeași logică, ar putea bănci centrale mari să forțeze în sus rata reală a dobânzii în economia globală, peste nivelul rezultat din condiții structurale? Pe termen scurt, probabil da. Presupunând că se pot concentra în acțiuni, se poate imagina un asemenea demers. Efortul ar implica o absorbție masivă de lichiditate (de bază monetară), sterilizare pe scară largă prin vânzare masivă de obligațiuni, ceea ce ar duce randamentele la obligațiuni puternic în sus, ar învolbura piețele financiare din nou, ar reintroduce economii într-o noua fază de recesiune adâncă, ar accentua debt-deflation și ar cauza falimente în serie; băncile ar avea pierderi importante în ceea ce privește valoarea activelor, la fel ca și băncile centrale în bilanțurile lor (deși unii ar spune că aceste pierderi nu ar trebui să fie o grijă pentru bănci emitente de monedă de rezervă, chiar dacă ar exista impedimente de ordin politic). Piețele ar reîngheța obligând, este de presupus, la alte intervenții ale băncilor centrale. Deci, trebuie să se modifice condiții structurale pentru ca rata naturală (de echilibru) pe termen mai lung să crească.

Dacă așa stau lucrurile, se înțelege că, în disputa creditori-debitori, apropo de nivelul ratelor de dobândă, se cuvine să avem în vedere, în principal, condițiile structurale din economia europeană, cea globală. Este adevărat că economisirea este foarte slabă, sau deloc remunerată, că firmele de asigurări, fondurile private de pensii suferă. Dar este exagerat să se afirme că, pentru condițiile structurale din economia globală, responsabile sunt politicile din ultimii ani. Drept este că altfel este de purtat discuția dacă ne gândim la politica banilor ieftini din perioada “Marii Moderații” (ultimele două decenii) când, așa cum remarca și Jaime Caruana (2014), directorul general al Băncii Reglementelor Internaționale (BRI), a avut loc o masivă și defectuoasă alocare a resurselor, când ciclul financiar global a fost amplificat.

Lichiditate mare și, totuși, pericol de „piețe blocate” („sudden stops”)

Rate reale tot mai mici (chiar negative) ale dobânzii și exces de lichiditate prin injecții de bază monetară ale băncilor centrale în economia globală nu înseamnă automat că pot fi evitate noi turbulențe pe piețele financiare; acestea din urmă pot re-îngheța (banii se pot scurge rapid în “capcana lichidității”) și crize de balanță de plăți se pot manifesta acolo unde există dezechilibre interne și externe mari. În fond, ratele reale erau joase și în anii imediat premergători debutului crizei actuale. Sistemul financiar global este, în continuare, plin de fragilități, nu în cele din urmă din cauza gradului înalt de conectivitate și a complexității instrumentelor financiare. Și aceasta, în pofida unor cerințe considerabil mai severe de capital și lichiditate, a unui nou regim de reglementare și supraveghere; mecanismele de transmisie sunt în continuare deteriorate și “sudden stops”(blocaje) pot apare subit în diverse componente ale pieței monetare, declanșând contagiune. Aici găsim o mare problemă pentru autoritățile publice și pentru băncile centrale, fiindcă acestea din urmă au cam epuizat muniția inclusiv cu programe de relaxare cantitativă (QE). Este motivul pentru care unele voci (Buitier (2014), Turner (2015), și Matthews (2015)) vorbesc despre “helicopter money” ca mijloc de a ocoli intermedierea bancară precară. Dar aceasta modalitate de

a distribui putere de cumpărare gratuită aduce pericole⁶⁵. Pe de altă parte, unde există spațiu fiscal se poate recurge la mărirea de cheltuieli, mai ales dacă sunt clare domenii de utilitate publică (infrastructură), care au efecte asupra întregii economii și pot susține cererea agregată.

Persistența fragilităților în sistemul financiar se vede și din evoluția sectorului bancar umbră, precum și din riscuri sistemice ce se manifestă pe piețele de capital. Nu este exclus ca funcția de împrumutător de ultimă instanță (LoLR) să fie cerută ca intervenție și pe aceste piețe. Oricum, nevoia de reformare a finanței este acută, dacă se înțeleg riscurile create de hiper-conectivitate, sindromul “too big to fail”, practici rele în industria financiară. Este nevoie de un sistem financiar mai simplu și mai transparent, precum și de reforma sistemului internațional care să frâneze producerea de externalități negative; un nou Bretton Woods are sens.

Inferența este că rate de politică monetară tot mai scăzute sunt cauzate de: (i) factori de natura structurală (care influențează rata naturală a dobânzii) și, (ii) încercări ale guvernelor de a evita „debt deflation”/deflație combinată cu povara datoriilor mari, de a impulsiona activitatea economică.

Nivelele ratelor de politică monetară și ale celor de pe piețele monetare vor rămâne, probabil, scăzute o perioadă mai lungă de timp. Aceste nivele nu înseamnă că, automat, ratele la împrumuturi (*lending rates*) vor cunoaște și ele scăderi tot atât de drastice; aceste rate au scăzut, dar nu pot ignora apetitul scăzut al băncilor de a-și extinde portofoliul, dorința de a reduce leverage (în condițiile în care Basel III înăsprește cerințele de capital și de lichiditate). Cel mai sugestiv indiciu al acestei conduite este că injecții masive de lichiditate ce au urmat programelor de relaxare cantitativă (QE) (de exemplu: bilanțul FED a ajuns de la cca. 800 miliarde în 2008. la cca. 4 trilioane de USD în 2015) nu au condus la mărirea împrumutării, așa cum s-a dorit; s-a văzut, în schimb, o înfometată „capcană a lichidității” (cum a numit Keynes preferința deținerii de lichiditate). Și în Europa este evident acest sindrom. Au scăzut și ratele la depozite, dar nu au ajuns la nivele negative; nu puține bănci încearcă să compenseze scăderea ratelor la împrumuturi prin diverse comisioane (se întâmplă în România).

Situația economiilor emergente

Economii emergente, mari și mici, sunt prinse în țesătura acestor condiții și se confruntă cu efectele mișcărilor de capital speculative, destabilizatoare –fie intrări, fie ieșiri de capital. Țările care au deficite bugetare și externe (de cont curent), datorii externe mai mari, sunt mai vulnerabile și pot suferi crize de balanța de plăți. Se manifestă și impactul scăderii dramatice a prețurilor la produsele de bază, care lovește puternic țări ce își bazează veniturile bugetare pe asemenea produse. Găsim aici rațiunea îngrijorării FMI față de această situație.

Economiile emergente europene (inclusiv România) au piețe financiare mai puțin adânci și, au trecut prin corecții macro-economice de mare amploare în ultimii ani; au și datorii totale (publice și private) ca procent din PIB cam la jumătate din cele întâlnite în țările dezvoltate din UE. Expunerea îndatorării pe USD este relativ scăzută, ceea ce le protejează într-o oarecare măsură, de implicații ale schimbării de politică a FED-ului. Dar sunt dileme importante cu care acestea se confruntă:

Dacă presiunile inflaționiste se vor accentua, în țările în care creșterea economică este aproape de, sau peste, potențial (Polonia, Ungaria, România – chiar dacă în ultimul caz există

⁶⁵ Vezi explicațiile date de Praet, 2016.

inflație negativă temporară, ca urmare a șocului scăderii TVA în 2015 și 2016), atunci vor putea băncile centrale din aceste țări să mărească ratele de politică monetară, în condițiile în care BCE și alte bănci centrale vor practica dobânzi negative? Nu vor fi astfel stimulate intrările speculative de capital? Este de remarcat că diferențele între dobânzile de pe piețele monetare locale și cele de politică monetară (semnificative în România) pot atenua intrările speculative –întâlnim aici așa numita “dilema Tosowsky”, care a influențat regimul de țintire a inflației în România.

Are sens să se stimuleze de-euroizarea prin varii mijloace? Ai zice că da, întrucât astfel se mărește spațiul de manevră pentru politica monetară (în România tranzacțiile denominate în lei au trecut de 56% la finele lui august 2016).

Dacă “trilema” (imposibilitatea concomitenței autonomiei politicii monetare cu stabilitatea cursului de schimb și a mișcării libere de capital) este în fapt o “dilema” (cum afirma Helene Rey (2013)), atunci sunt necesare măsuri de control al capitalului –numite eufemistic acum măsuri macro-prudențiale. Și FMI a re-evaluat utilitatea acestor măsuri după ce, cu ani în urmă, pledase pentru liberalizarea totală a piețelor financiare (și a constatat dezastrul din Asia de Sud-Est). Aceste măsuri reclamă, însă, în UE o bună coordonare între băncile centrale, autoritățile de reglementare (vezi experiența din anii 2006-2008 cu creșterea puternică a creditului real, inclusiv prin externalizarea împrumuturilor de către filialele băncilor străine pe piețele locale).

Având în vedere piața financiară adânc integrată în UE, prezența masivă a grupurilor străine pe piețele bancare din economiile emergente ce nu sunt în ZE, un grad de euroizare ridicat în unele din aceste economii, ar trebui ca BCE să asigure, la nevoie, facilități similare cu cele din ZE.

2.4.3. Implicații ale unei posibile noi crize

În eventualitatea unei noi crize, vor fi necesare noi schimbări în modelul de guvernare al BCE pentru a face față unor provocări extrem de serioase:

- *Un nou cadru de conducere a politicii monetare a BCE*: noua realitate în care operează BCE este definită atât de faptul că politica monetară neconvențională nu a reușit să producă expansiunea mult așteptată a cererii agregate în interiorul ZE iar supra-îndatorarea, încă la cote uriașe în unele state membre, frânează creșterea cheltuielilor pentru investiții și reforme structurale, dar și de temerile cu privire la o nouă criză globală de solvabilitate (White, 2016). Problemele de alocare deficitară a resurselor, de direcționare discreționară a fluxurilor de capital în goana după profit pe termen foarte scurt, scăderea creditării și problemele structurale cu care se confruntă sectorul bancar sunt posibile semne care amenință stabilitatea financiară și perspectivele creșterii economice în ZE. În acest nou context, BCE va fi nevoită să-și reevalueze cadrul de politică monetară (policy stance); având în vedere că, în contextul anterior, cel post-criză, politica monetară neortodoxă a BCE nu a putut fi suficient de stimulativă pentru cererea agregată, atunci ce ar fi eficace în actualul context? Există opinii care pledează pentru o schimbare de paradigmă în ceea ce privește actualul model economic și de politici, în sensul unei implicări mai active a guvernelor naționale în diminuarea poverii BCE de a prelua și sarcinile de gestionare a unei viitoare crize și cele de impulsioneare a creșterii economice (White, 2016); (Enderlein, Letta și alții, 2016). Dar, și în acest caz, rămân deschise obstacole grave de natură fiscală: *nevoia de mai mult spațiu de manevră pentru politicile fiscale anti-ciclice, *găsirea de soluții în ceea ce privește sustenabilitatea datoriei publice pe termen lung, sau restructurarea datoriei suverane (simultan cu recapitalizarea sau închiderea băncilor cu probleme), *impulsionearea investițiilor în proiecte mari de infrastructură, de genul celor propuse prin Planul Juncker, care să atragă deopotrivă sectorul public și cel privat) și, nu în ultimul rând, *impulsionearea reformelor structurale. Fără voință politică însă, aceste

obstacole vor trena și vor adânci și mai mult dezechilibrele macro-economice, respectiv gap-ul structural din ZE⁶⁶.

- *Sprijin politic*: am văzut că, în perioada crizei, ca și în perioada imediat următoare crizei, BCE a avut rol determinant în evitarea colapsului ZE, utilizând instrumente neconvenționale de relaxare monetară. Fără intervenția BCE, MES, în formatul și cu resursele actuale, nu poate face față unei noi crize, mai ales că nu există posibilitatea de a interveni cu soluții fiscale specifice unei UEM autentice. Având în vedere riscurile cu care se confruntă în prezent (stagnarea seculară și neutralitatea aparentă a ratei dobânzii) BCE, se află în fața unei duble provocări de politici (policies): pe de o parte, are nevoie să-și revizuiască actualul cadru de politică monetară, inclusiv setul de instrumente (tool kit) pentru a fi mai adecvate și mai eficace în gestionarea crizei (Summers, 2016b), iar pe de altă parte, are nevoie de sprijin politic pentru a direcționa soluționarea crizei către căi fiscale, care să-i diminueze din povara bilanțului său monetar în gestionarea crizei. Implementarea unei politici fiscale contra-ciclice, cuplată cu alte măsuri non-standard pot oferi noi căi de căutare a ieșirii din impas; liderii europeni nu mai pot risca să se bazeze pe gestionarea următoarei crize doar pe resursele financiare disponibile prin MES și pe viteza de reacție a BCE ci, trebuie grăbită uniunea financiară, prin rezolvarea componentei fiscale și, implementarea rapidă a unui cadru fiscal comun („central banks must not remain the only one game in town” (Wolf, 2016). Dar, trebuie admis ca starea de spirit din Uniune și realitatea politică nu măresc șansele pentru mai multă integrare, inclusiv fiscală.

Asumarea de noi responsabilități pentru Banca Centrală Europeană

Mandatul de macro-stabilitate: una din măsurile de reformă menite să se adreseze problemelor legate de complexitatea și guvernanta defectuoasă a ZE a propus revenirea la mijloacele de control administrativ al creditului, prin măsuri și instrumente macro-prudențiale⁶⁷, cu scopul de limitare a creditării (inclusiv prevenirea bulelor speculative) și, de diminuare a potențialele riscuri sistemice provocate de marile bănci.

Asumarea, de către BCE, a unui mandat de macro-prudențialitate a necesitat schimbări în ceea ce privește guvernanta modelului său intern:

- clarificarea limitelor până la care BCE se poate implica în formularea și implementarea politicii de stabilitate financiară; faptul că BCE a reușit să impună, la nivelul ZE, un set de instrumente macro-prudențiale, care se pot adapta la condițiile specifice din statele membre ale ZE, dar și din afara ZE și, care completează setul de reguli fiscale comune marchează un progres, dar care rămâne limitat de voința autorităților naționale de a menține disciplină fiscal-bugetară și prudență pentru a evita supra-îndatorarea; apariția CERS, care are instituții corespondente în fiecare stat membru (în România este Comitetul Național pentru Supraveghere Macro-prudențială) se încadrează în această logică;
- modificarea unor aranjamente instituționale interne în favoarea unei reorganizări instituționale și a unei diviziuni mai bune a muncii, precum și a instituirii unui mecanism decizional de intervenție în situații de urgență, care să includă și un control al compromisurilor în concordanță cu mandatul BCE și cu obiectivul primar unic. De exemplu, faptul că BCE

⁶⁶ După unele cercetări ale BCE gap-ul de producție în ZE este de cca 6% din PIB, ceea ce ilustrează un policy stance inadecvat (un surplus de cont curent al eurozonei de 3% din PIB și al Germaniei de 9%!)

⁶⁷ grupul de lucru condus de Stefan Ingves, guvernatorul Băncii centrale a Suediei.

dispune acum de sprijinul CERS pentru a detecta riscurile sistemice și efectele de contagiune la nivelul sistemului financiar-bancar european, arată că ceea ce s-a construit prin mandatul de macro-prudențialitate este important, în primul rând, ca mesaj de încredere pentru piețele financiare.

Persistă încă îndoieli cu privire la cadrul de implementare a măsurilor macro-prudențiale în cadrul fiecărui stat membru din ZE, ținând cont de conectarea strânsă dintre fluxurile de capital, datoriile suverane și cele ale sectorului privat (în sensul că, îndatorarea se face prin operațiuni de transfer sau de tranzacționare de titluri de stat, nu numai de la bănci din statul membru, dar și de la bănci din alte state membre sau din afara UE). Rămâne de văzut cum vor reuși autoritățile de reglementare și de supraveghere europene (Autoritatea Bancară Europeană/ABE și BCE), în consultare cu băncile centrale naționale și cu alte autorități naționale, să găsească căile efective de implementare, precum și instrumentele administrative specifice de prevenire a creditării și, de răspândire a riscurilor sistemice, pentru detectarea și prevenirea din timp a dezechilibrelor.

Funcția de supraveghere unică la nivel european: una din problemele structural-instituționale grave care au cauzat o guvernanță defectuoasă la nivelul UEM a fost generată de faptul că, până la izbucnirea crizei, cadrul național de reglementare și supraveghere existent la nivelul fiecărui stat membru s-a bazat prea mult pe supraveghere micro-prudențială, ignorând riscurile macro-prudențiale. Imediat după criză, Raportul Larosiere (2009) a vorbit explicit despre importanța cooperării și, mai ales, a coordonării între autoritățile naționale de supraveghere în ceea ce privește gestionarea riscurilor, atât pentru remedierea slăbiciunilor din cadrul juridic decizional existent la nivelul statelor membre pentru cazuri urgente de intervenție, cât și pentru găsirea de soluții în ceea ce privește ruperea interdependenței (a cercului vicios) dintre bănci și stat/autoritățile fiscale naționale. În perioada crizei, liderii europeni au fost preocupați, concomitent cu acțiunile concrete de stabilizare a ZE, și de accelerarea dezvoltării unui cadru comun de reglementare și supraveghere, precum și a unor instituții care să preia aceste noi atribuții de la nivel național la nivel european. În plus, a fost o acută nevoie de restabilire a încrederii în sistemul bancar (Lautenschläger, 2015). S-a sperat că, odată cu implementarea viziunii proiectului UB⁶⁸, să se rezolve nu numai problema unui cadru comun de reglementare, dar și asigurarea unei supravegheri mai eficiente a sistemului bancar. În prezent, la opt ani de la declanșarea crizei, BCE și ABE sunt actorii principali cu atribuții de supraveghere, respectiv de reglementare unică la nivel european.

Schimbarea de viziune cu privire la mandatul BCE în perioada post-criză a fost absolut necesară, pentru că, altminteri, fără implicarea BCE și doar cu instrumentele aflate la dispoziție pentru gestionarea efectelor crizei, ZE ar fi fost în pericol uriaș de dezintegrare. Compromisul extinderii mandatului BCE a fost necesar pentru că, în acele momente de tensiune extraordinară, erau prea puține căi de calmare a piețelor, iar liderii europeni nu au putut implementa un cadru de răspuns la criză mai eficace decât implicarea BCE. Odată cu implementarea MUS, în noiembrie 2014, au fost voci care au interpretat extinderea mandatului BCE în domeniul supravegherii ca fiind prea bruscă – rezistența la schimbare a fost mare, deși extinderea mandatului s-a realizat în limitele prerogativelor legale (art. 127(6) din TFUE⁶⁹). Însă, nu trebuie uitat faptul că implicarea

⁶⁸ Sinteza viziunii proiectului UB a fost prezentată de H. van Rompuy “Building on a single rulebook, an integrated financial framework should have [...] a single European banking supervision, a common deposit insurance and resolution framework” (Rompuy, 2012, p. 4) în „Towards a genuine economic and monetary union. Versiunea electronică http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf.

⁶⁹ Art. 127 (6) TFUE: „Consiliul, hotărând în unanimitate prin regulamente, în conformitate cu o procedură legislativă specială, după consultarea Parlamentului European și a Băncii Centrale Europene, poate încredința Băncii Centrale

BCE în coordonarea cadrului de supraveghere la nivel european a început imediat după criză: fie exemplificăm cu participarea, în limita prerogativelor date de TFUE, alături de alte instituții financiare internaționale (așa numita „Troika” instituțională) la misiunile din cadrul programelor de asistență financiară acordată statelor cu probleme, iar mai târziu în procesul decizional al MES (ESM Treaty, 2012); fie exemplificăm cu preluarea mandatului de macro-prudențialitate, prin coordonarea CERS, instituția responsabilă cu identificarea și monitorizarea riscurilor de macro-stabilitate.

Odată cu preluarea de noi responsabilități în domeniul supravegherii unice la nivel european, BCE se confruntă și cu noi provocări atât de tip instituțional cât și operațional.

Din perspectiva instituțională, odată cu implementarea MUS a avut loc un transfer de credibilitate instituțională de la BCE către întreg proiectul UB, ceea ce a fost benefic pentru recâștigarea parțială a încrederii în sistemul bancar, dar și pentru o tranziție lină (smooth) de predare a unor prerogative naționale către nivelul european. Însă, tot pe linie instituțională, mai sunt încă de rezolvat problemele privind posibile conflicte de interese care pot apărea între obiectivele BCE. Mai precis, este nevoie de multă reflecție pentru ca, în funcție de originea șocurilor care afectează economia ZE, să se ajungă la un compromis optim între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară; de exemplu, atunci când decizia de micșorare a ratei dobânzii de politică monetară ajută obiectivul de stabilitate financiară, însă poate fi conflictuală cu obiectivul de stabilitate a prețurilor (Cukierman, 2009, p. 33). Problema este aparent rezolvată prin introducerea „zidului chinezesc” (Schloser și Laffan, 2015, p. 2) de separare între cele două funcții, dar dacă în cazul unei viitoare crize, BCE continuă să rămână „the only game in town”, atunci va reveni în actualitate politica compromisului pentru o nouă schimbare a viziunii mandatului BCE? Mai adăugăm la lista provocărilor instituționale și aspectele legate de nefinalizarea formalităților legate de împuternicirea, cu drepturi depline, a BCE ca supraveghetor legitim în cadrul MUS (Sibert, 2012, p. 31) care să-i confere o independență deplină în raport cu deciziile de politică monetară (cazul Greciei din vara anului 2015⁷⁰). Se cuvine menționat aici că există un curent de gândire care susține separarea funcției de politică monetară de funcția de supraveghere a BCE.

Din punct de vedere operațional, provocările pentru BCE vin, în principal, din situația rămasă nerezolvată cu privire la creditele ne-performante din ZE, așa cum au fost evidențiate de exercițiile de tip Assets Quality Review (AQR) efectuate înainte și după implementarea MUS (Schoenmaker și Veron, 2016). Odată cu dezbaterile intense din vara anului 2016 cu privire la probleme mari în sistemul bancar italian, situația Deutsche Bank și a altor bănci germane⁷¹, precum și starea critică din alte sectoare bancare în ZE, s-a pus în discuție capacitatea, dar și strategia pe care BCE, ABE și celelalte instituții europene au adoptat-o în ceea ce privește gestionarea eficientă a acestui portofoliu. Iar aici discuția se reîntoarce la necesitatea finalizării proiectului UB; va fi foarte greu de rezolvat problema creditelor neperformante ale ZE în absența unui cadru comun de rezoluție și a unei scheme comune de garantare la nivelul ZE, pentru că, apar cel puțin o serie de întrebări la care, deocamdată BCE, nu are răspuns: care va fi mecanismul de transmisie a deciziilor de supraveghere și stabilitate luate pentru întreaga ZE în cazurile în care va fi necesară implicarea

Europene misiuni specifice privind politicile în domeniul supravegherii prudențiale a instituțiilor de credit și a altor instituții financiare, cu excepția întreprinderilor de asigurări”.

⁷⁰ Pentru mai multe detalii vezi Schoenmaker și Veron (2016).

⁷¹ Se vede aici cum starea unei economii nu este un indiciu determinant al stării sectorului bancar – care poate avea expuneri excesive și păguboase (Deutsche Bank fiind tributară modelului de banking pe care l-a droit, încercând să concureze cu mari bănci americane)

autorităților fiscale naționale? Cât de independentă va putea rămâne BCE în aceste cazuri în care apar consecințe fiscale naționale? Cum va fi rezolvată problema împărțirii riscurilor și, mai ales, a poverii datoriei suverane și a datoriei sectorului privat?

2.5. Schimbări instituționale – nevoia de reformă a Uniunii Economice și Monetare

Raportul celor 5 președinți (2015) a stabilit pașii pentru adâncirea UEM: (i) prima etapă de „aprofundare prin practică” (iulie 2015-iunie 2017), prevede obiective clare: stimularea competitivității și a convergenței structurale, finalizarea uniunii financiare, menținerea unor politici fiscale responsabile la nivel național și la nivelul ZE, precum și consolidarea răspunderii democratice; (ii) a 2-a etapă, de „finalizare a UEM”, urmează să instituie, din punct de vedere juridic, obligativitatea procesului de convergență, printr-un set de criterii de referință privind convergența și printr-un mecanism comun de absorbție a șocurilor din ZE; (iii) a 3-a etapă va realiza UEM profundă și veritabilă cel mai târziu până în 2025.

Dar, criza Brexit a reliefat mai mult dilema de fond a reformei UEM: mai *multă* sau o mai *bună* integrare este necesară acum pentru a consolida Uniunea.

2.5.1. Integrarea financiară

Consolidarea profundă a UEM nu poate avea loc fără finalizarea uniunii financiare care să garanteze integritatea monedei euro, prioritate absolută pentru reforma UEM (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.5). Adâncirea uniunii financiare pivotează în jurul finalizării proiectului UB. Primele obiective au fost parțial realizate:

- obiectivul privind implementarea primului pilon al UB–mecanismul unic al funcției de supraveghere bancară unică în ZE a fost deja atins prin instituirea unui set comun de reguli, o supraveghere consolidată a ZE, și prin stabilirea principiilor de bază aferente unui cadru comun de rezolvare a crizelor (de exemplu, împărțirea controlului politic în cazul contagiunii și a instabilității financiare, prin distribuția responsabilității pentru stabilitatea sistemului financiar, în țara gazdă și, a responsabilității pentru stabilitatea instituțiilor financiare, în țara de origine); însă mai sunt necesari pași suplimentari pentru o convergență deplină a supravegherii la nivelul ZE;
- obiectivul privind implementarea celui de-al 2-lea pilon al UB-mecanismul unic de rezoluție al ZE, care asigură o rezoluție ordonată a băncilor aflate în dificultate, este parțial atins.

Ceea ce rămâne crucial pentru finalizarea construcției UB și, deci, a uniunii financiare, sunt și cele mai grele etape de consensualizat: (i) finalizarea cadrului de redresare și rezoluție a instituțiilor bancare (pilonul 2 al UB), (ii) un sistem comun de garantare a depozitelor în sistemul bancar (pilonul 3 al UB) și, (iii) un proiect al uniunii piețelor de capital (UPC).

În eventualitatea în care va fi lovită de o nouă criză, ZE rămâne încă vulnerabilă și nepregătită pentru absorbția șocurilor puternice asimetrice și pentru un management eficace al efectelor crizei. S-au găsit soluții doar pentru o parte din disfuncționalitățile structurale care au afectat UEM înainte de criză. Proiectul UB, parte din pachetul de reformă a guvernantei UEM, merge în direcția bună dar, fără o voință politică puternică a statelor membre fondatoare, care să grăbească cuplarea între MES și FUR și implementarea EDIS, este incertă eficacitatea

intervențiilor BCE în fața unor noi presiuni.

(i) Finalizarea cadrului de redresare și rezoluție a instituțiilor bancare cuprinde un număr de teme care sunt negociate în paralel în ultimii doi ani și pentru care, deocamdată, statele membre nu pot ajunge la stabilirea unor politici de compromis:

- transpunerea integrală în legislația națională, de către toate statele membre, a directivei privind redresarea și rezoluția instituțiilor bancare, în scopul întăririi robusteții sistemului financiar, din perspectiva capacității unui stat membru de a-și administra, delimita și diversifica riscurile între entitățile suverane și sectorul privat; scopul indirect al UB, acela de a proteja mai bine contribuabilii de presiunea poverii fiscale pe care o presupune salvarea unei bănci, nu se poate atinge în totalitate dacă proiectul UB întârzie implementarea unor măsuri în ceea ce privește:
 - *reducerea expunerii la riscurile suverane* – deocamdată sunt mai multe opțiuni de politici în dezbatere: pe de o parte, există puncte de vedere diferite în interiorul ZE versus zona non-euro, iar pe de altă parte, complexitatea discuției despre expunerea la riscuri suverane necesită o abordare globală a soluțiilor în format Basel;
 - *dilema dintre prioritatea reducerii riscurilor* (risk mitigation) versus cea a distribuirii riscurilor (risk sharing), ceea ce aduce în discuție capacitatea diferită a statelor membre și a instituțiilor comunitare de a gestiona impactului șocurilor puternice asimetrice simultan cu minimizarea poverii fiscale;
 - *reducerea și împărțirea riscurilor sistemice* generate de băncile mari (sindromul „too big to fail”) în scopul reducerii costurilor finanțării datoriei;
- finalizarea negocierilor pentru acordul privind finanțarea provizorie (bridge financing), ca instrument de completare a resurselor financiare, în cazul în care o bancă trebuie să fie redresată iar resursele financiare disponibile prin FUR nu sunt suficiente în acel moment;
- finalizarea negocierilor cu privire la un mecanism comun privind protecția sistemului financiar, suficient de credibil pentru perioada de tranziție și ulterior, ca sprijin adițional pentru FUR; aici însă, intervine problema sensibilă a neutralității din punct de vedere fiscal (se va putea oare garanta faptul că autoritățile fiscale naționale vor avea suficient sprijin politic pentru introducerea unor taxe ex-post prin care să se recupereze resursele mobilizate de la bugetul de stat?).

Suplimentar, din perspectiva analizei robusteții sistemului financiar, cel puțin pentru perioada actuală de tranziție până la implementarea efectivă a FUR pentru toate statele membre din ZE, finalizarea celui de-al 2-lea pilon al proiectului UB ar mai trebui să includă și câteva măsuri pentru:

- *clarificarea comportamentului și a guvernantei băncilor mari de tip „too big to fail”*: crearea unor condiții de concurență echitabilă între aceste bănci mari și celelalte bănci; diminuarea complexității și transparentizarea operațiunilor și a instrumentelor financiare, reducerea/spargerea dimensiunii lor, schimbarea culturii lor instituționale (Raportul Larosiere, 2010; Raportul Liikanen, 2010), etc.;
- *repartizarea poverii datorilor și a riscurilor macro-economice* între autoritățile naționale și instituții financiare;
- *corelarea între instrumentele de management al crizei*, respectiv între FUR și MES, printr-o linie comună de creditare (soluția propusă în Raportul celor 5 președinți, 2015, p.14).

(ii) Implementarea unui sistem european de garantare a depozitelor (European Deposit Insurance Scheme/EDIS) în trei etape: *re-asigurarea sistemelor naționale de garantare a depozitelor din sistemul bancar; *după trei ani ar urma să se implementeze un sistem de co-

asigurare, în care contribuția EDIS va crește treptat de-a lungul timpului; *până în 2024 se va introduce un sistem european total și complet de garantare a depozitelor din sistemul bancar.

Implementarea în legislația tuturor statelor membre a directivei revizuite cu privire la sistemele de garantare a depozitelor a crescut gradul de armonizare în ceea ce privește pre-finanțarea sistemelor naționale, deși încă persistă aranjamentele fiscale naționale. Ca urmare, în acest moment avem un format dezechilibrat de garantare și inflexibil în ceea ce privește absorbția șocurilor: predomină schemele naționale, iar singura formulă de mutualizare este un mecanism de împrumuturi reciproce între statele membre. Ceea ce va fi problematic de consensualizat în următorii ani va fi o soluție politică pentru gestionarea efectelor șocurilor de mare amplitudine, mai ales dacă entitățile suverane naționale și sectorul bancar național vor fi percepute într-un context fragil și vulnerabil, soluție care, suplimentar, să reușească să fie și neutră din punct de vedere fiscal.

Într-un scenariu optimist, se speră că EDIS va ajunge cât mai rapid „un sistem de re-asigurare la nivel european pentru sistemele naționale de garantare a depozitelor” (Declarația Consiliului Ecofin, 2013; Raportul celor 5 președinți, 2015, p. 14), ceea ce va facilita o mai bună gestionare a poverii și o reducere a riscurilor, cu condiția să se ajungă la o dispersare cât mai mare atât a riscurilor, cât și a contribuțiilor private de la un număr mai mare de acționari. Însă, statele membre care continuă să aibă un grad mare de îndatorare și o deteriorare a situației fiscale (deficite bugetare mari) credibilitatea schemelor naționale de garantare a depozitelor se deteriorează, concomitent cu creșterea costurilor de recapitalizare a sistemului bancar din acele state; tocmai de aceea, în eventualitatea unei crize, trebuie grăbite negocierile pentru corelarea celor trei instrumente de absorbție a șocurilor MES-MUR-EDIS și, imediat trecerea la următoarea etapă, aceea de co-asigurare, în care contribuțiile statelor membre la EDIS să crească treptat până în 2024.

Într-un scenariu mai puțin optimist, problema care va introduce multă incertitudine în gestionarea crizei este capacitatea autorităților naționale de a asigura neutralitatea fiscală a EDIS, precum și spațiul de manevră ex-post al autorităților fiscale pentru a se încadra în limitele de deficit bugetar - vor putea autoritățile fiscale naționale să-și recupereze contribuțiile de pre-finanțare dacă EDIS urmează, conform propunerii din Raportul celor 5 președinți (2015, p.15), să fie finanțat din „fonduri private prin intermediul unor comisioane ex ante bazate pe riscuri, plătite de către toate băncile participante din statele membre”?

(iii) Proiectul de realizare a pieței unice de capital (PUC) pornește de la particularitatea modelului dual de finanțare a sectorului bancar în ZE⁷² (cu finanțare bancară în proporție de cca. trei pătrimi din total, față de SUA, unde piața de capital asigură trei pătrimi din finanțarea economiei) și, are ca scop principal diversificarea surselor de finanțare pentru companii, ceea ce va implica o reducere a dependenței de finanțare a acestor companii de sectorul bancar.

În prezent, proiectul ridică o multitudine de întrebări, atât din perspectiva complexității sale (este lansat simultan cu un alt mare proiect european de încurajare a investițiilor în infrastructură, Planul Juncker, care urmărește să asigure o creștere economică sănătoasă prin acces neîngrădit la serviciile financiare pe termen lung), cât și din punct de vedere al inconsistențelor care se conturează pentru faza de implementare (planul de acțiune propus de CE conține 33 de măsuri și inițiative legislative pentru finalizarea PUC până în 2019, din care primele măsuri sunt deja întârziate).

⁷² dacă în cazul ZE se combină finanțarea bancară cu finanțarea prin acumularea de datorii (bank and debt based model), pentru modelul american finanțarea se realizează exclusiv de pe piețele financiare (market-based and equity financing model)

Chestiunea care preocupă cel mai mult sectorul bancar în prezent este cea a eficacității proiect PUC, în special după momentul Brexit: cum anume se va ajunge, într-un timp atât de scurt, la o convergență rapidă a reglementărilor, a principiilor și a bunelor practici pe piețele naționale de capital? Și, care vor fi implicațiile asupra sistemului financiar global a propunerilor de eliminare a barierele de ordin juridic (care provin din sisteme legislative naționale distincte) și de adoptare a unor reforme cheie pentru implementarea unui sistem integrat de audit și armonizarea sistemelor de infrastructuri financiare, de insolvențe, de impozitare al investițiilor financiare, etc.⁷³

2.5.2. Integrare fiscală?

În secțiunea anterioară am analizat setul de reguli comune care definesc în prezent cadrul de guvernanta post-criză în domeniul fiscal-bugetar, discutând o serie de inconsistențe și inadvertențe (Zeitlin, 2016, p.5) care frânează adâncirea integrării fiscale. Sintetizând discuția, putem spune că, principalele hibe ale actualului set de reguli comune sunt:

- nu oferă prea multe garanții în ceea ce privește convergența economică în interiorul ZE;
- sporesc complexitatea UEM, ca urmare a eforturilor de reducere a pro-ciclicității, deși multe din regulile implementate au caracter pro-ciclic; suplimentar, noile reguli fiscale din ZE nu pot deveni mai eficiente într-un timp atât de scurt comparativ cu regulile naționale cu care se lucrează de decenii;
- se bazează mai mult pe componenta structurală decât pe componenta ciclică a deficitului bugetar; însă aici trebuie luate în considerație și unele circumstanțele atenuante: incertitudinile cu privire la amplitudinea ciclului, inconsistențele dintre natura recomandărilor (periodice sau temporare) și, măsurile de remediere luate de statele membre (policy actions), etc.;
- inconsistențe din implementarea setului de reguli comune din domeniul fiscal-bugetar tind, cel puțin în unele state membre, să submineze disciplina și stabilitatea politicilor fiscale (de exemplu, unele partide politice aflate la conducere în unele din statele membre ale ZE preferă organizarea de alegeri anticipate decât să-și asume responsabilitatea unor corecții dureroase și implementarea de reforme). În plus, lipsa sprijinului politic pentru asumarea răspunderii, a responsabilității și a unui ownership consensualizat între partidele politice naționale scad și mai mult entuziasmul pentru reformarea UEM.

În pofida acestor probleme, ce rămâne de făcut pentru continuitatea Proiectului European din perspectiva realizării acelei uniuni fiscale care să ofere UEM stabilizare fiscală pe termen lung? Oricât de integrată este și se speră ca va ajunge ZE din punct de vedere economic, monetar și financiar, fără o integrare fiscală autentică UEM nu va putea fi complet funcțională, căci nesustenabilitatea politicilor fiscale naționale va afecta constant atât stabilitatea financiară cât și stabilitatea prețurilor în ZE (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.5). Și atunci, cel puțin 3 categorii de probleme rămân de consensualizat în următorii ani pentru finalizarea adâncirii integrării fiscale:

- *O viziune coerentă pe termen lung asupra uniunii fiscale a ZE:* Raportul celor 5 președinți oferă un drum până în 2025 dar orizontul de timp este discutabil, cel puțin, din perspectiva sprijinului politic, dacă nu și din perspectiva asumării unor reforme mult mai ambițioase, care să se deruleze simultan pe mai multe fronturi de lucru:
 - includerea și monitorizarea unor obiective/target-uri de convergență reală și ciclică,

⁷³ Vezi discuțiile din cadrul forumului Eurofi, semestrul 1, președinția olandeză, Amsterdam, aprilie 2016

concomitent cu derularea procedurii de dezechilibre macro-economice (auf dem Brinke, Enderlein și Fritz-Vannahme, 2016).

- asigurarea unui nivel durabil de convergență reală: simultan cu noile instrumente fiscale ar trebui ca autoritățile naționale să implementeze reforme structurale care să faciliteze flexibilizarea structurilor economice și, deci, corecția dezechilibrelor macro-economice, pentru atingerea acelui nivel de „convergență semnificativă și susținută”; simultan, s-ar putea începe negocierile între statele membre pentru stabilirea acelui „set de standarde cu caracter juridic” pe baza căruia se va „oficializarea procesului de convergență” (Raportul celor 5 președinți, p.11);
 - coerența de viziune pe termen lung a instrumentelor de absorbție a șocurilor pentru ZE: simultan cu instituirea obligativității convergenței, autoritățile comunitare ar trebui să aibă în vedere sincronizarea cu actualele instrumente de corecție a dezechilibrelor macro-economice (ST și Procedura de dezechilibre macro-economice); iar pentru stimularea reformelor structurale, Semestrul European ar putea să includă o componentă de politici investiționale pe termen lung (nivelul minim de investiții publice și indicatori specifici privind prioritățile investiționale pentru fiecare stat membru (proponerea lui Enderlein, Letta și alții, 2016, p.31);
 - consolidarea pe termen lung a actualului cadru de guvernare a UEM, prin înființarea acelui Consiliu fiscal european despre care se vorbea în Raportul celor 5 președinți (2015, p.25); prin recomandări cu caracter orientativ, acest for ar urma să contribuie la o mai bună coordonare a politicilor fiscale în interiorul statelor membre și între statele membre din ZE; însă, problematic aici va fi sprijinul politic de la autoritățile naționale, ceea ce va îngreuna procedura de coordonare la nivelul ZE.
 - nevoia unui cadru de politici macro-economice („policy stance”) la nivelul ZE, care să sprijine cererea agregată.
- *Soluții mai eficiente pentru problema sustenabilității datoriei publice a statelor membre din ZE* – ceea ce va fi cel mai greu de negociat și de consensualizat este o listă de câteva probleme grave: *separarea datoriei private de datoria suverană, *mutualizarea responsabilităților (împărțirea poverii și clauza „no bail out”-lipsa responsabilității comune a datoriei publice), *problema alegerii dintre opțiunea restructurării datoriei suverane (cu luarea în considerare a potențialului mare de risc de contagiune către alte țări supra-îndatorate) versus opțiunea de corecție prin condiționalitățile unui program de asistență financiară pentru acces la resursele financiare ale MES, sau o combinație de opțiuni. Aici este evocată, din nou, ideea restructurării datoriei, astfel încât băncile să fie stimulate să finanțeze economia (Corsetti și alții, 2016).
 - *Implementarea unei trezorerii comune la nivelul ZE* care să răspundă nevoii de întărire a cadrului de guvernare și de cooperare mai strânsă între statele membre pentru gestionarea veniturilor și a cheltuielilor din bugetele naționale și, care să faciliteze crearea de pârguri necesare pentru o uniune fiscală veritabilă.

Actuala fragmentare a administrațiilor fiscale naționale este un handicap în ceea ce privește adâncirea convergenței economice în ZE, dar și pentru gestionarea eficientă a tuturor dezechilibrelor în interiorul ZE. O trezorerie comună pentru ZE, împreună cu un „consiliul bugetar independent”(de Galhau și Weidmann, 2016), ar însemna o centralizare a gestionării „colective” a politicii comune de venituri și cheltuieli a ZE, deși problematic va fi faptul că vor rămâne la latitudinea statelor membre „deciziile cu privire la impozitare și la repartizarea cheltuielilor bugetare în funcție de preferințele naționale și de alegerile politice” (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.20).

Discuția despre proiectul unei trezorerii comune nu este completă fără abordarea unuia

din cele mai sensibile subiecte din punct de vedere politic: emisiunea de Eurobonds-uri a ZE. Deocamdată acest subiect nu este discutat oficial în nici unul din documentele comunitare, iar diversitatea de opinii în interiorul ZE, între statele membre și între entitățile financiare conduce, cel puțin deocamdată, către o finalitate decizională mai îndepărtată.

Virtuțile unei trezorerii comune se vor vedea și mai bine la nivelul mix-ului de politici macroeconomice: având în vedere limitele actuale ale politicii monetare a BCE pentru sprijinirea unei creșteri economice durabile, transferurile permanente între statele membre care vor putea fi facilitate prin trezoreria comună, dacă vor fi suplinite și de rezultate concrete din zona reformelor structurale, atunci vor putea crea condiții favorabile pentru mai multă convergență economică (minimizarea gap-ului structural economic s-a lansat conceptul de ”uniune de finanțare și investiții” (de Galhau și Weidmann, 2016) și o mai bună gestionare a dezechilibrelor macro-economice din interiorul ZE.

- *O funcție și un mecanism de stabilizare fiscală comună pe termen lung pentru ZE este necesară atât pentru ajustarea ciclului economic la nivelul ZE, respectiv atenuarea caracterului pro-ciclic al politicilor fiscale, cât pentru îmbunătățirea atenuării șocurilor puternice macro-economice (Raportul celor 5 președinți, 2015, p.16-17).*

Discuția în această etapă post-criză s-a rezumat numai la stabilizatorii fiscali; însă, în cazul unor șocurile puternice (aluzie la cazul „too big to fail” descris anterior) schemele naționale, care se sprijină pe bugetele naționale, nu vor putea absorbi complet toate dezechilibrele ZE; de aceea va fi nevoie și de o funcție și de un mecanism de stabilizare pe termen lung, la nivelul întregii ZE (câteva exemple: Schema Europeană de Asigurări pentru Șomaj/EUIS⁷⁴, Fondul pentru „zile ploioase”⁷⁵ sau Fondul comun de investiții⁷⁶). Eficiența unei astfel de funcții va fi condiționată de câteva pre-condiții:

- problema transferurilor/stimulentelor dintre statele membre – poate fi funcția de stabilizare suficient de neutră sau se poate ajunge la un fiscal backstop suficient de puternic încât să se evite transferurile permanente?
- problema unei discipline fiscale comune între toate statele membre, printr-o mai bună coordonare și asumare responsabilă a deciziilor referitoare la bugetele naționale;
- un grad „semnificativ” (cât de mult?) și monitorizarea constantă a convergenței economice care să rezolve problema flexibilității economiilor ZE.

2.5.3. „More or better Europe”?

Raportul celor 5 președinți (2015, p.5) vorbește despre „o secvență de pași pe termen scurt și pe termen mai lung” care să grăbească uniunea politică, prin intermediul unei răspunderi democratice veritabile, a legitimității și a consolidării instituționale.

Pe termen scurt, prioritatea zero este recâștigarea încrederii în proiectul european, pentru a livra cetățenilor europeni ceea ce aceștia așteaptă: rezolvarea problemelor privind criza fără precedent a migrației și prăbușirea de facto a spațiului Schengen, detensionarea relațiilor cu Turcia,

⁷⁴ Ideea avansată de Sebastian Duillien cu câțiva ani în urmă, discutată și la CE și, cel mai recent la reuniunea informală Ecofin din 8-9 septembrie 2016; de asemenea, vezi și Zeitler, J., 2016, p.7.

⁷⁵ Propunere discutată de președenția slovacă în cadrul reuniunii informale Ecofin din 8-9 septembrie 2016.

⁷⁶ Idem 75.

Ucraina, Siria, funcționarea integrală a pieței unice, eliminarea divergențelor privind Parteneriatul Transatlantic de Comerț și Investiții, securitatea cibernetică, etc..

Pe termen mai lung, actuala criză a reconfirmat realitatea că UEM nu poate rezista fără integrare mai adâncă.

Imediat după 23 iunie 2016 liderii europeni au introdus în discursul public conceptul de „better Europe” ca alternativă la „more Europe”. Ce ar putea să aducă nou acest concept?

În primul rând, „better Europe” ar putea să schimbe filozofia comunicării eforturilor de reformare a UEM. Oficialii europeni remarcă, la unison, faptul că rezultatul referendumului din 23 iunie 2016 din Regatul Unit era și o ilustrare a necunoașterii Proiectului European, a faptului că rezultatele reformării din ultimii ani ai UEM nu au ajuns la cetățenii europeni și, nu le-au oferit răspunsuri pertinente la frământările acestora despre ce poate și ce nu poate UE (Schauble 2016). S-a discutat atunci mult în mass media europeană dacă Europa mai poate astăzi să fie acel spațiu de „unitate în diversitate”(motto-ul UE de la expresia latină „in varietate concordia”)⁷⁷ care, vreme 70 de ani, a asigurat democrație și pluralism politic.

În al doilea rând, conceptul „better Europe” pare că este deja în curs de implementare, doar că acest lucru nu se cunoaște pentru că, ceea ce oferă instituțiile europene, sub forma măsurilor de grăbire a adâncirii reformei UEM, nu este concordant cu ceea ce așteaptă cetățenii europeni de la proiectul de integrare europeană: mai mult echilibru social și toleranță, mai multă protecție socială, mai multă bunăstare, mai multe avantaje generate de cele patru libertăți fundamentale ale pieței unice. Rămâne de văzut dacă „better Europe” va reuși să motiveze partidele politice naționale pentru a se reinventa, înlocuind orgoliile intereselor de grup sau principiile naționale și cele etnice cu oferte de politici serioase pe termen lung, capabile să reîntoarcă atenția electoratului de la populismul retoricii anti-UE⁷⁸ ultra-naționalist și xenofob către spiritul european, care „implică solidaritate în perioadele de criză și respectarea de către toți membri a normelor stabilite de comun acord” (Raportul celor 5 președinți, p.19-20).

În al treilea rând, proiectul european are nevoie de mai multă și mai bună coordonare politică și de politici. „Rules versus institutions” nu este numai o dilemă foarte grea pentru politicieni, ci pune problema trecerii de la politica compromisului complex și complicat, tot mai vulnerabil sferei politice, fie către un sistem mecanic de reguli, norme, directive și sancțiuni, fie spre un sistem instituțional al cărui politici implică evaluarea calitativă a politicilor naționale și a responsabilității fiecărui stat membru. Reinstaurarea încrederii și reînnoarea solidarității pentru continuitatea Proiectului European sunt pre-condiții care necesită o atenție deosebită din partea politicianilor în eventualitatea unei alte crize. În plus, clarificarea rolului CE este esențial. Până înainte de criză, rolul CE era mai înclinat spre funcția de negociere între statele membre; în perioada post-criză, și mai ales după ultimele alegeri europarlamentare, deseori CE a fost în ipostaza în care a creat mari așteptări pentru a livra ceea ce publicul aștepta: leadership și asumarea de responsabilități clare și precise (de exemplu, cazul Greciei din vara 2015).

Și nu în ultimul rând, intervine în discuție și problema suveranității care, pentru „better Europe” este o provocare la fel de dificilă cum a fost și pentru „more Europe” pentru că, împărțirea suveranității și îmbinarea statului-națiune cu structuri supra-statale în procesul decizional nu poate

⁷⁷ Definește diversitatea culturilor, a obiceiurilor, a credințelor și a limbilor, ca o garanție a păstrării identităților naționale

⁷⁸ Aluzie la replica dată de președintele J.C. Juncker fostului premier al Regatului Unit al Marii Britanii și Irlandei de Nord, David Cameron: „nu poți anti-european de luni până sâmbătă, iar duminică să devii pro-european” (interviu pentru der Bild, 24 iunie 2016)

fi limitată la politici fiscal-bugetare.

CAPITOLUL 3 -

ADOPTAREA EURO IN ROMANIA - IN CE CONDIȚII (CAND ȘI CUM)

Conform Tratatului de Aderare la UE, toate statele care devin membre ale UE trebuie să adopte moneda unică euro după o anumită perioadă, mai mult sau mai puțin extinsă. Astfel, intrarea unei țări în UE atrage, în mod automat, intrarea acesteia în UEM. România a fost admisă în UE la 1 ianuarie 2007, ceea ce înseamnă că următorul pas pentru noi este pregătirea economiei naționale în vederea adoptării monedei unice. În calitate de stat candidat, România este considerată în momentul de față o țară cu derogare⁷⁹ de la adoptarea monedei unice.

Procesul de adoptare a euro este format din trei etape. Prima etapă presupune acceptarea țărilor candidate în UE. Încă de la intrarea în UE, statele membre trebuie să elaboreze „Programe naționale de convergență” și să își coordoneze politicile economice cu celelalte țări, pe baza liniilor de coordonare cu CE și cu celelalte state membre. A doua etapă presupune realizarea unui nivel de convergență nominală⁸⁰ și a unui nivel de convergență reală cât mai ridicate cu țările din ZE, precum și participarea la Mecanismul Cursului de Schimb II (MCSII)⁸¹.

În final, în ultima etapă, după respectarea criteriilor de convergență nominală și reală, statele membre vor participa la UEM prin introducerea în circulație a monedei unice, euro. Din momentul aderării la ZE are loc renunțarea la independența politicii monetare, implicit la instrumentul curs de schimb, ca mijloace de ajustare a dezechilibrelor economice. După aderarea la etapa finală a UEM, statele vor trebui să respecte regulile de funcționare și coordonare din ZE, prin intermediul „Programelor naționale de stabilitate”.

Acest capitol este structurat în trei părți. *Prima parte* sintetizează gradul de pregătire a României la aderarea ZE prin prisma criteriilor de la Maastricht, a criteriilor de convergență reală și instituțională și oferă o perspectivă asupra momentului când aderarea ar putea avea loc. *A doua parte* analizează oportunitatea aderării României la ZE privită prin prisma proprietăților oferite de teoria ZMO. *A treia parte* evaluează capacitatea politicii fiscale și a politicii monetare de a răspunde la șocuri, prin prisma sănătății sistemului bancar (ca parte covârșitoare a sistemului financiar).

⁷⁹ Conform Art. 122 din TFUE, un stat membru al UE care nu îndeplinește criteriile de aderare pentru adoptarea monedei unice este tratat ca stat cu derogare și este exonerat de prevederile privind funcționarea Eurosistemului. Danemarca și Regatul Unit al Marii Britanii au solicitat CE și au obținut derogarea de la adoptarea monedei euro, ceea ce înseamnă că nu sunt obligate să adopte moneda euro.

⁸⁰ Prevăzută în mod oficial în Tratatul de la Maastricht.

⁸¹ Participarea la MCSII, ca etapă intermediară a integrării monetare, presupune fixarea monedei naționale de euro la un anumit curs de schimb și menținerea evoluției cursului într-o anumită bandă de fluctuație (+/-15%)

3.1. Criteriile de convergență – biletul de intrare în zona euro

Criteriile de convergență la ZE ar trebui să reprezinte testul economic de evaluare a stadiului de pregătire a unei economii pentru aderarea la această uniune. Tratatul de la Maastricht nu prevede un calendar strict pentru adoptarea euro, lăsând acest proces la latitudinea fiecărei țări, în consultare cu CE și cu BCE. În Tratat se prevede însă că *numai țările care dovedesc atingerea unei convergențe durabile* pot participa la etapa finală a UEM. Altfel spus, în afară de îndeplinirea criteriilor de convergență nominală, pentru intrarea în UEM sunt necesare și alte criterii, numite criterii de convergență reală, criterii care nu sunt prevăzute în mod explicit în documentele referitoare la aderarea la ZE, dar care trebuie realizate în virtutea procesului de ajungere din urmă. De altfel, trebuie spus că introducerea criteriilor de convergență nominală a iscat discuții ample în lumea academică, încă din momentul propunerii acestora drept bilet oficial de intrare în ZE. Criticile au venit începând de la necesitatea unor asemenea condiții și până la legătura dintre acestea și proprietățile ZMO⁸² (Socol A., 2009).

Criza financiară a reușit să convingă pe mulți că nu este de dorit să intri în ZE oricând și oricum. Imediat după intrarea în UE noile state membre din Europa Centrală și de Est (ECE) au avut opțiuni diferite în ceea ce privește procesul de pregătire pentru trecerea la euro: fie au grăbit pregătirile instituționale imediat după intrarea în UE (de exemplu Ungaria și Polonia, dintre țările admise în primul val sau Bulgaria, din cel de-al doilea val); fie au adoptat o poziție constant eurosceptică (cazul Cehiei); fie au optat pentru alegerea de ținte mișcătoare pentru adoptarea euro (cazul României: 2014, 2015, 2019). Ironia face ca, în momentul de față, aproape toate statele membre din afara ZE să îndeplinească (cu mici excepții) criteriile nominale de intrare în ZE, într-un context în care unele din statele membre ale ZE nu le mai îndeplinesc, cel puțin nu pe toate. În prezent, toate noile state membre din ECE care sunt în afara ZE fie refuză să intre în ZE, fie au o poziție expectativă, amânând pentru moment decizia de adoptare a euro. Pe de altă parte, din punct de vedere al unor criterii de convergență reală și structurală, discuția rămâne deschisă, în unele cazuri (între care și România) decalajele fiind considerabile.

Conform rapoartelor oficiale (2016) noile state din Europa Centrală și de Est care au intrat în UE au îndeplinit criteriul stabilității prețurilor, al ratei dobânzii pe termen lung, al deficitului fiscal, al datoriei publice (cu excepția Ungariei)⁸³ (BCE, 2016). Deși nici unul din statele ECE nu participă la MCSII, variația zilnică a cursului de schimb în raport cu euro, în perioada mai 2014 - mai 2016, s-a încadrat în intervalul (-2%, +3%)⁸⁴ în cazul României și, într-un interval mai larg (-5%, +8%) în cazul Poloniei.

Pentru România îndeplinirea tuturor criteriilor conform calculelor BCE (2016) este o premieră (Tabel A3.1). Conform Rapoartelor de convergență anterioare, începând cu 2008, anul primului raport ca stat membru, România nu îndeplinea criteriul stabilității prețurilor. Criteriul ratei dobânzii pe termen lung a fost îndeplinit începând cu 2014. În ceea ce privește deficitul fiscal, România s-a aflat în procedura de deficit excesiv în perioada 2009-2013. Pe de altă parte, stabilitatea macro-economică actuală a fost atinsă cu mari eforturi, sub monitorizarea instituțiilor financiare internaționale. În plus, evoluția expansionistă, mult peste potențialul de creștere în perioada ce a precedat declanșarea crizei financiare, a mers în tandem cu acumularea de

⁸² Teoria economică ajunsese deja la un consens cu privire la identificarea unor proprietăți considerate necesare și suficiente unei economii pentru a realiza o ajustare în cazul apariției unui șoc asimetric.

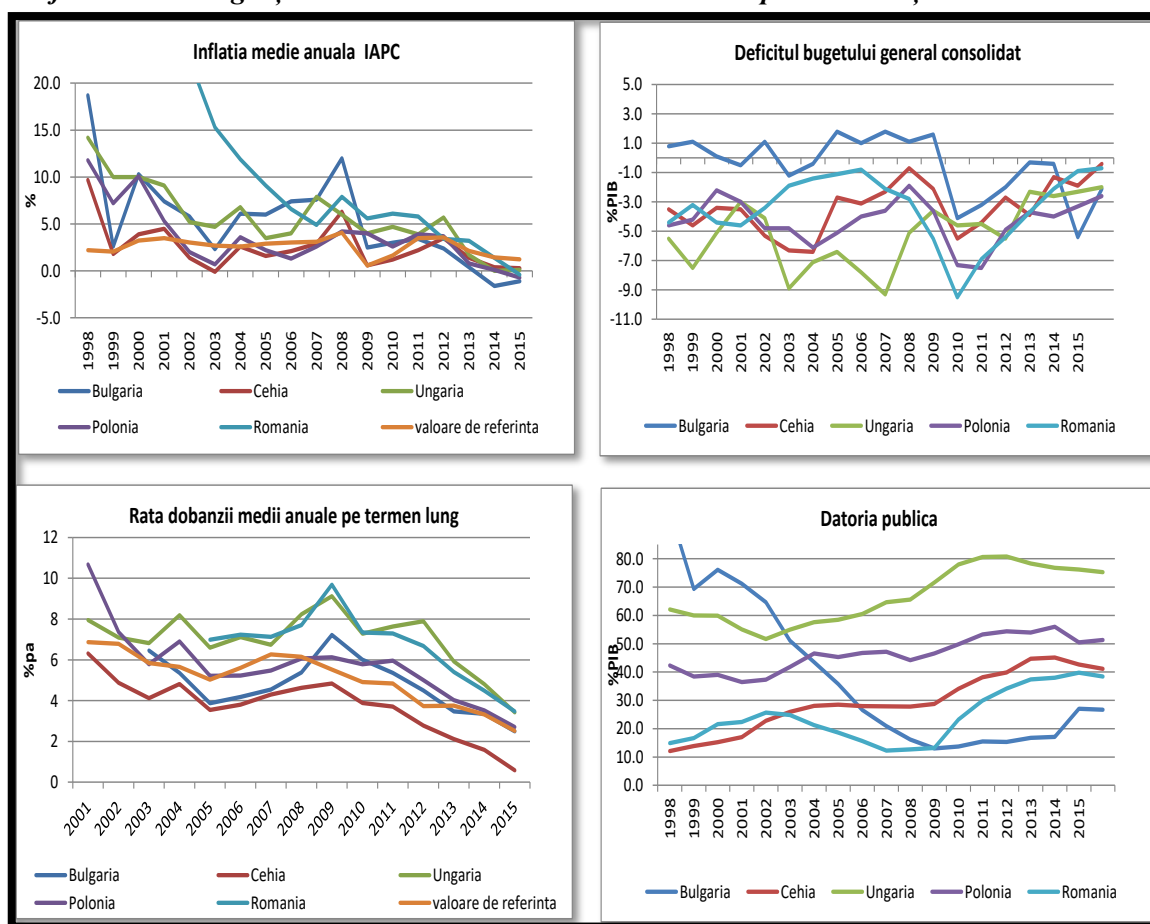
⁸³ Perioada de referință mai 2015-aprilie 2016.

⁸⁴ Valori negative (pozitive) indicând depreciere (apreciere).

dezechilibre care, odată corectate, au anulat câștigurile de venituri obținute anterior. României i-au trebuit 6 ani să revină la veniturile din 2008.

În momentul de față, principala preocupare este pentru menținerea sustenabilității criteriilor nominale de aderare la ZE, care trebuie îndeplinite într-o manieră durabilă, și nu doar la un anumit moment în timp. Evoluțiile de până acum arată că, majoritatea criteriilor nu au fost îndeplinite în cea mai mare parte a perioadei scurse de la crearea ZE, iar faptul că aceste criterii sunt îndeplinite în prezent nu este o garanție că vor fi îndeplinite și în viitor, chiar și în condițiile păstrării monedei naționale (Graficul 3.1.). Deși România a îndeplinit obiectivul bugetar pe termen mediu începând cu 2013, se estimează că implementarea măsurilor de relaxare fiscală din 2015-2016 va conduce, în 2017, la depășirea limitei de 3% din PIB aplicabil deficitului bugetar și la plasarea datoriei publice pe o traiectorie ascendentă (CE, 2016). Relaxarea fiscală în condiții de revenire economică și închiderea gap-ului de producție induce presiuni inflaționiste. În lipsa unor presiuni deinflaționiste contrare, acestea vor ieși la suprafață odată cu efectul scăderii taxei pe valoarea adăugată implementată în ianuarie 2016 se va disipa. Acest lucru va pune, implicit, presiune în sensul creșterii ratei dobânzii pe termen lung.

Grafic 3.1: Convergența nominală a statelor membre din Europa Centrală și de Est



Sursa: Eurostat

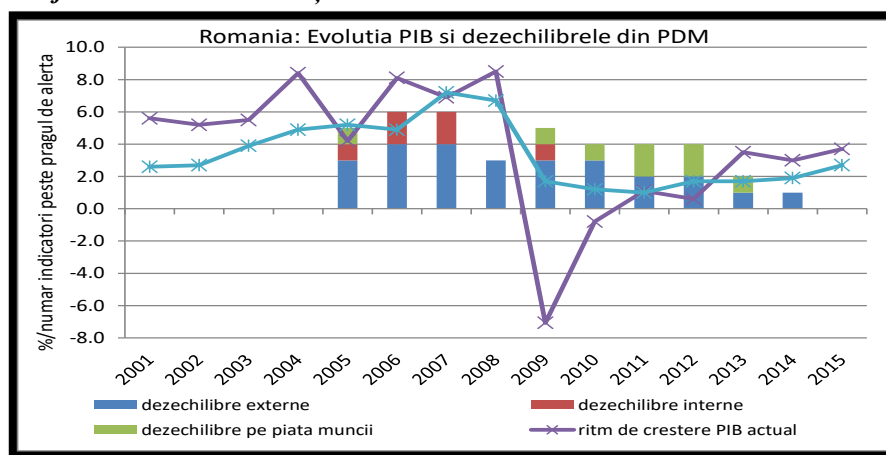
Actuala criză financiară a impus reforma guvernanței economice la nivelul UEM, în condițiile în care s-a demonstrat, atât teoretic cât și practic, că criteriile de convergență nominală au o incompletă valoare informațională și de avertizare timpurie, iar implementarea PSC s-a dovedit a fi mult prea laxă. În acest context a fost implementată Procedura de Dezechilibre Macroeconomice (PDM), un algoritm de monitorizare și supraveghere cu rol de avertizare timpurie a potențialelor dezechilibre la nivel micro- și macro-economic. Tabloul de bord ce stă la baza

monitorizării prin PDM⁸⁵ este alcătuit din 14 indicatori principali, caracterizând trei categorii de dezechilibre în cazul în care aceștia depășesc pragurile de referință: dezechilibre externe și de competitivitate, dezechilibre interne și dezechilibre pe piața muncii. (Tabel 3.1.).

Analizând Tabloul de bord, descoperim că statele ECE au o poziție mai bună chiar decât țările dezvoltate din UE. În România, Polonia și Cehia, 13 din cei 14 indicatori din tabloul de bord nu depășesc valorile de referință definite de PDM (poziția internațională investițională netă depășește pragul de -35% din PIB, situație normală pentru țări aflate în plin proces de recuperare a decalajului de dezvoltare cu ajutorul finanțărilor externe). Considerate motoarele UE, chiar și Germania îndeplinește 11 criterii din totalul de 14, iar Franța și Italia câte 9. Problemele acestor țări constau în ponderea mare a datoriei guvernamentale brute în PIB, nivelul datoriei private, dinamica cotei de piață a exporturilor, indicatorii privind rata șomajului și ocuparea forței de muncă (mai ales în Franța și Italia).

Monitorizarea acestor indicatori și, mai ales, luarea de măsuri pentru corectarea din timp a dezechilibrelor pe care le semnalează nu este lipsită de temei. De exemplu, suprapunerea numărului de indicatori din Tabloul de bord care au depășit pragurile de alertă cu evoluția PIB în cazul României (Grafic 3.2) arată că atunci când ritmul de creștere a PIB a depășit ritmul potențial, au apărut o serie de dezechilibre, atât externe cât și interne; rezolvarea abruptă a dezechilibrelor interne a dus la o creștere a PIB sub ritmul de creștere potențială, iar povara ajustării a căzut disproporționat pe tinerii în vârstă de 15-24 ani a căror rata a șomajului a crescut peste limita de alertă, fără să dea semne de revenire nici în prezent. Monitorizarea acestor indicatori cu rol de avertizare timpurie și luarea de măsuri pentru corectarea lor în timp util ar fi putut conduce la evitarea apariției dezechilibrelor amintite mai sus și a șocurilor induse în economie de corectarea acestora.

Grafic 3.2: Evoluția PIB și dezechilibrele din PDM



Sursa: Eurostat

⁸⁵ Tabloul de bord este completat cu un set extins de indicatori auxiliari (CE, 2015).

Tabel 3.1: Tabloul de bord al principalilor indicatori macroeconomici din PDM

Indicatori Unitate de măsură Valoare de referință		Dezechilibre externe și de competitivitate					Dezechilibre interne						Noi indicatori privind ocuparea		
								Fluxul de credit către sectorul privat, consolida t							
		Soldul contului curent	Poziția internațio nală investițion ală netă	Rata reală efectivă de schimb (bazată pe IAPC)	Cota de piață exporturi (% în exporturile mondiale)	Indicele costului unitar nominal al forței de muncă	Indicele prețului în sect imobiliar		Datoria sectorului privat, consolidată	Datoria guverna mentală brută	Rata șomajului (medie pe 3 ani)	Pasivele totale ale sectorului financiar, neconsolid ate	Rata de activitate - % din total populație cu varsta 15-64 ani	Rata somajului pe termen lung - % din populația activă cu vârsta între 15 și 74 ani	Rata somajului în rândul tinerilor - % din populația activă cu vârsta între 15 și 24 ani
		% din PIB media pe 3 ani	% din PIB	3 ani modificare %	5 ani modificare %	(2010=100) 3 ani modificare %	(2010=100) deflatat 1 an modificare%	% din PIB	% din PIB	% din PIB	%	1 an modificare %	3 ani modificare puncte procentuale	3 ani modificare puncte procentuale	3 ani modificare puncte procentuale
		-4% / +6%	-35%		-6%		6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0.20%	0,5%	2%
Bulgaria	2006	-11,9*	-58*	9,2	42,4*	10,1	12,3e	27,9	90,7	20,9	10,4	51,9	3,6	-4	-8,3
	2014	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5p	1,5p	-0,3	124,3	27	12,2	70,2	3,1	0,6	-1,2
Cehia	2006	-2.4	-30.9	10.2	57.8	2.6	5.8e	8.7	53.0	27.9	7.8	3.6	0.1	0.1	-0.1
	2014	-0.5	-35.6	-10.0	-5.0	3.8	1.8	1.8	72.7	42.7	6.7	4.4	3.0	0.0	-2.2
Germania	2006	4.9	19.8	-1.5	2.0	-2.9	-1.4	1.0	113.8	66.4	10.6	4.8	2.8	0.9	2.1
	2014	6.9	42.3	-0.3	-8.3	7.6	1.5	1.1	100.4	74.9	5.2	4.2	0.4	-0.6	-0.8
Franța	2006	0.2	1.1*	-0.5	-14.9	4.8	9.7	9.2	112.6	64.4	8.9	15.1	-0.1	0.4	3.2
	2014	-1.0	-19.5	-1.2	-13.1	4.8	-1.6	3.3	143.2	95.6	10.1	5.4	1.3	0.6	1.5
Italia	2006	-1.0	-21.9	-0.5	-12.6	7.0	3.1	10.4	102.2	102.5	7.5	10.5	1.1	-1.5	-1.8
	2014	0.8	-27.9	0.2	-14.0	3.6	-4.6	-0.9	119.3	132.3	11.8	-0.7	1.8	3.5	13.5
Ungaria	2006	-7.6	-95.5	1.8	24.4	8.5	n.a	13.9	83.8	64.7	6.9	17.8	1.4	1.0	5.9
	2014	2.7	-73.8	-7.0	-14.9	6.7	3.1	-0.5	91.3	76.2	9.6	8.5	4.6	-1.5	-5.6
Polonia	2006	-3.5	-45.1	11.6	37.5*	-2.4	n.a	9.0	47.8	47.1	17.0	24.4	-0.5	1.9	-12.1
	2014	-2.3	-68.3	-1.3	4.8	2.5	1.1	4.7	77.9	50.4	9.8	0.6	2.2	0.2	-1.9
România	2006	-9.1	-36	28.1	73.9	32.0	n.a	15.1	44.5	12.3	7.4	35.3	1.4	-0.7	1.7
	2014	-2.1	-57.2	-1.1	21.5	2.3	-3.6	-2.4	62.2	39.9	6.9	1.1	1.6	-0.1	0.1

*Manualul Balanței de Plăți ediția 5/Sistem european de contabilitate 95, provizoriu, estimat
Sursa: CE(2015)

3.1.1. Convergența reală a României cu zona euro

Actuala criză a arătat că nevoia de politici economice care să asigure stabilitatea economică nu se termină însă odată cu adoptarea euro. Potrivit rapoartelor BCE (BCE, 2015) statele care au adoptat moneda euro în 1999 sau 2001 nu au înregistrat convergență reală sustenabilă (adica progrese până în 2008 au fost anulate în largă măsură de efecte ale crizei financiare acute și ale crizei ZE), în timp ce în aceeași perioadă, în UE28 s-a înregistrat o oarecare convergență reală, în principal datorită procesului de ajungere din urmă a economiilor din ECE. Evidențele empirice expost au arătat astfel că nu există mecanisme automate în ZE care să asigure o convergență reală sustenabilă pentru statele admise după intrarea în ZE, motivele principale fiind instituțiile slabe, rigiditățile structurale, creșterea slabă a productivității, hibe de design și de aranjamente de politici din ZE.

Criza a scos astfel în evidență slăbiciuni structurale și instituționale severe ale unor state participante la UEM. Aceste state (Grecia, Portugalia, Irlanda, Spania) au fost cele care înainte de criză au înregistrat ritmuri ridicate de creștere economică, însă tot aceste state s-au confruntat cu căderi bruște și semnificative a PIB real per capita odată cu izbucnirea crizei. Din aceste motive, factorii care se dovedesc a fi cruciali pentru asigurarea convergenței reale a statelor în ZE sunt stabilitatea macroeconomică (cu precădere sănătatea finanțelor publice), flexibilitatea economiei, creșterea productivității totale a factorilor (TFP), integrarea economică a statelor în cadrul ZE, capacitatea instrumentelor de politici naționale de a preveni formarea de bule speculative (BCE, 2015).

Convergența reală are însă mai multe *dimensiuni*, aceasta fiind o altă lecție importantă a actualei crize. Astfel, convergența reală trebuie analizată atât din punct de vedere cantitativ (ca nivel, sau ca viteză a convergenței), cât și din punct de vedere calitativ (ca surse potențiale ale creșterii economice, de exemplu productivitatea totală a factorilor de producție - principala sursă a procesului de convergență a unei țări). **Viziunea largită a modului în care trebuie analizată convergența reală a unui stat cu ZE decurge din nevoia de convergență reală sustenabilă, de natură sănătoasă, bazată pe fundamente economice puternice și nu pe un context conjunctural, aceasta reprezentând una dintre cele mai importante lecții ale crizei pentru statele pretendente la intrarea în ZE.**

O *convergență reală sustenabilă* reprezintă o pre-condiție cheie pentru economiile care vor să adopte o moneda comună și să fie rezistente în fața șocurilor adverse (BCE, 2015). Un potențial dezavantaj al acestor criterii de convergență reală ar putea fi acela că acestea nu sunt prevăzute în mod explicit în Tratatul de Aderare la UE sau în alt act juridic comunitar, motiv pentru care statele pretendente pot fi, sau nu, suficient de stimulate să le îndeplinească, sau măcar să asigure o „masă critică” considerată a fi suficientă ca punct de plecare. Un alt dezavantaj ar fi acela că nu este clar care sunt indicatorii care atestă cel mai bine nivelul convergenței reale a statelor aspirante cu ZE.

Unul dintre cei mai folosiți indicatori de convergență reală în literatura de specialitate este evoluția PIB real/locuitor la paritatea puterii de cumpărare. Dacă înainte de izbucnirea crizei țările ECE devenite state membre ale UE au înregistrat rate ridicate de creștere economică în special în virtutea procesului de catching up susținut de intrări mari de fluxuri de capital din ZE, actuala criză financiară a încetinit intrările de capital și traiectoria de creștere economică, subliniind vulnerabilități structurale majore și necesitatea unor ajustări macro-economice dure în aceste state.

Tabel 3.2: PIB pe locuitor**UE28=100**

	La paritatea puterii de cumpărare							În prețuri curente, euro						
	ZE 19 țări	BG	CZ	DE	HU	PL	RO	ZE 19 țări	BG	CZ	DE	HU	PL	RO
2000	111	28	72	119	54	47	26	112	9	33	133	26	25	9
2001	111	29	74	118	57	46	27	112	10	36	131	29	27	10
2002	110	32	74	117	60	47	29	112	10	40	128	34	26	11
2003	109	33	77	117	62	48	31	113	11	40	127	35	23	12
2004	108	35	79	117	62	50	33	112	12	42	125	37	24	13
2005	108	37	80	117	62	50	34	111	13	46	121	39	28	16
2006	109	38	81	117	62	51	38	110	15	49	120	37	29	19
2007	108	42	83	117	61	53	41	110	17	52	120	39	32	23
2008	108	45	81	117	63	55	48	111	19	59	122	41	37	27
2009	108	46	83	116	64	59	49	114	20	58	125	38	34	24
2010	108	45	81	121	65	62	50	112	20	59	126	39	37	25
2011	108	45	83	124	66	64	51	112	21	60	129	39	38	25
2012	108	46	82	125	65	66	54	110	22	58	129	38	38	25
2013	107	46	84	125	66	67	54	110	22	56	131	38	38	27
2014	107	47	85	126	68	68	55	109	21	54	131	39	39	27
2015	106	46	87	125	68	69	57	107	21	55	129	39	39	28

Sursa: Eurostat, 2016

Din punct de vedere al PIB real/locuitor la paritatea puterii de cumpărare, România se află încă într-o poziție de țară periferică în raport cu țările europene dezvoltate (Tabel 3.2). De exemplu, în anul 2000, nivelul absolut al PIB/ locuitor la PPC în România era de 4 ori mai mic față de media ZE, jumătate din cel al Poloniei și Ungariei și de 3 ori mai mic decât cel al Cehiei. În anul 2015, nivelul PIB pe locuitor s-a triplat, însă a rămas la un nivel mult inferior atât mediei din ZE, cât și față de statele pretendente amintite anterior (Polonia, Ungaria, Cehia). Exprimat în valoare relativă (Tabel 3.2), în România PIB/locuitor la paritatea puterii de cumpărare a crescut de la 26 % (2000) la 57% din media UE28 (2015), dar a rămas cu mult în urma Cehiei (87%), Poloniei sau Ungariei (68/69%) și mult sub nivelul ZE (106%), sau al Germaniei (125%).

Din perspectiva ritmului mediu de creștere economică, România se poziționează destul de bine, atât față de media ZE, cât și față de celelalte state comparabile ECE. Astfel, în perioada 2000-2015, ritmul mediu de creștere economică în România a fost în medie de 3,68% conform datelor Eurostat, în timp ce media în ZE a fost în aceeași perioadă de 1,18%. Din acest punct de vedere, România se apropie cel mai mult de Polonia, care a înregistrat în aceeași perioadă un ritm mediu de creștere de 3,60%, în timp ce Cehia a crescut în medie cu 2,7%, iar Ungaria cu 2,08%.

Analizând datele prezentate anterior, putem concluda că una dintre problemele majore ale țărilor din ECE rămâne decalajul mare dintre nivelul de dezvoltare economică și nivelul de dezvoltare a țărilor din ZE (PIB/locuitor, venit/locuitor, salariu mediu etc.). Criza a demonstrat că aceste diferențe contează și mai mult în cazul uniunilor monetare, din cauza externalităților negative pe care aceste economii sub-performante le pot genera în întreaga zonă și ca urmare a deficitului (în cazul UEM) de instrumente de amortizare a șocurilor asimetrice. În prezent, ZE are deja o mare problemă de eterogenitate. În timpul crizei, diferențele mari de performanță economică dintre statele membre au condus la acumularea de dezechilibre externe tot mai mari, dezechilibre care la rândul lor au condus la crize de datorie suverană după ce guvernele au preluat datoriile private la datoria publică (Dăianu, 2016b). În lipsa unor instrumente comune (transferuri fiscale, de exemplu) decalajele de dezvoltare din interiorul UEM vor genera dezechilibre precum au făcut-o în cazul crizei actuale, sau vor persista având efecte nefaste asupra funcționării uniunii monetare.

3.1.1.1. Creșterea potențială

Impactul crizei asupra statelor ECE a fost interpretat atât ca efect de contagiune, dar și ca un șoc care a operat corecții surselor de creștere economică ce s-au dovedit de natură nesustenabilă. De aici a rezultat necesitatea accelerării reformelor structurale în aceste state -și nu numai-, în vederea creșterii potențialului economic și a dezvoltării durabile. Unul din cele mai mari costuri ale crizei financiare din 2008 a fost afectarea surselor de creștere economică. În cadrul ultimului raport elaborat de FMI privind problemele economice regionale din ECE (primăvara 2016) se subliniază faptul că țările din regiune înregistrează ritmuri de creștere economică mult diminuate față de perioada ante-criză⁸⁶. Acesta este unul dintre motivele care pot explica procesul lent de convergență a veniturilor în raport cu țările dezvoltate din UE. Alte aspecte evidențiate de raportul FMI privesc: îmbunătățirea calității instituțiilor, accesul mai facil la serviciile financiare și eficientizarea guvernării, astfel încât productivitatea și competitivitatea economiilor din regiune să crească, contribuind astfel la dinamizarea procesului de dezvoltare economică (FMI, 2016).

În România, criza economică a redus rata de creștere a PIB potențial de la 5-6% la 2,5-3% (vezi nota de subsol). Prin prisma reducerii masive a investițiilor, dar și a scăderii participării forței de muncă la activitatea economică, în România potențialul de creștere s-a înjumătățit după criza din 2008. Mai mult, ca urmare a faptului că principalele politici economice adoptate au avut ca obiectiv mai degrabă ținerea unor indicatori macro-economici decât demararea unor reforme structurale necesare, ieșirea din criză nu a fost acompaniată de reluarea ratelor de creștere potențială din perioada 2000-2008. Chiar dacă PIB potențial ar crește cu rate de peste 4% începând cu anul 2018, nu trebuie uitat faptul că România înregistra în perioada 2005-2008 un ritm de creștere anual de 5-6%, fapt ce arată nevoia intensificării reformelor structurale care să stimuleze sursele sustenabile de creștere economică: investiții în capital și tehnologie, cercetare-dezvoltare și inovare, precum și în sănătatea și educația capitalului uman.

Tabel 3.3: Creșterea PIB potențial (referință anul 2010)

	Cehia	Germania	Franța	Italia	Ungaria	Polonia	România
2001	2.2	1.5	2.4	1.6	3.6	4.6	2.6
2002	2.6	1.4	1.7	1.3	3.7	4	2.7
2003	3.4	1.3	1.7	1.1	3.5	3.6	3.9
2004	4.2	1.3	1.9	1.3	3.6	3.5	4.9
2005	4.8	1.2	1.8	0.8	3.1	3.3	5.2
2006	4.5	1.4	1.7	0.8	2.6	3.4	5.9
2007	4.6	1.3	1.7	0.9	2	4	7.2
2008	3.9	1.2	1.5	0.2	1.2	4.2	6.7
2009	1.5	0.7	0.9	-0.4	0.1	3.9	1.7
2010	1.4	1	1.1	-0.4	-0.3	3.9	1.2
2011	1	0.7	1.1	0.1	-0.1	4.1	1
2012	0.4	0.8	0.9	-1.1	0.1	3.5	1.7
2013	0.6	1.4	0.9	-0.8	1	2.9	1.7
2014	1.4	1.5	0.9	-0.7	1.9	3	1.9
2015	1.9	1.7	0.8	-0.3	2.1	3.1	2.7
2016	1.9	1.9	1	-0.2	2.1	3.2	3.1
2017	2	1.6	1.1	0.1	2.2	3.2	3.4

⁸⁶ Trebuie spus că acele ritmuri nu erau sustenabile și, deci, corectarea în jos era inevitabilă. Rău este când o economie, după corectia inevitabilă, funcționează sub potențial mult timp – ceea ce poate afecta negativ calitatea factorilor de producție (este numitul efect de hysteresis).

2000-2015	2.5	1.2	1.4	0.3	1.9	3.7	3.4
2000-2008	3.8	1.3	1.8	1.0	2.9	3.8	4.9
2008-2015	1.2	1.1	0.9	-0.5	0.7	3.5	1.7
2015-2017	1.9	1.7	1.0	-0.1	2.1	3.2	3.2

Sursa: European Commission, CAAB, 2016

Unul dintre factorii care s-au dovedit a fi cruciali pentru asigurarea convergenței reale a statelor în ZE a fost creșterea productivității totale a factorilor (TFP). Odată cu diminuarea investițiilor, în România trendul productivității totale a factorilor de producție s-a diminuat de la 4,3 în medie în perioada 2000-2007 la o medie de 0,5 înregistrată în perioada 2008-2013, același nivel scăzut în medie și pentru 2014-2015. Ajustarea a fost semnificativ mai mare în România față de Polonia, care a scăzut de la o medie de 2,5 la 1,2 respectiv 1,1, Ungaria de la 1,9 la 0,2 respectiv 0,3 iar Cehia de la 2,8 la 1,1 respectiv 0,8. Țările care au avut o puternică dependență de intrările de capitaluri externe⁸⁷ în perioada pre-criză, precum țările baltice și România, au avut cele mai mari scăderi ale trendului TFP în perioada crizei și post-criză. Scăderea trendului TFP în cazul României în perioada de criza și post-criză poate fi corelată puternic și cu reducerea gradului de utilizare a capacităților de producție; pe de altă parte, datele privind scăderea puternică a trendului TFP ne arată și că „distrugerea creatoare” (curățarea bilanțurilor la nivel micro- și macro-economic) în perioada crizei a fost insuficientă.

Tabel 3.4: Trendul TFP

	2000-2007	2008-2013	2014-2015
Austria	1.2	0.5	0.4
Belgia	0.6	0.2	0.2
Bulgaria	2.2	0.7	0.8
Cehia	2.8	1.1	0.8
Germania	1	0.6	0.7
Danemarca	0.7	1.3	0.6
Estonia	2.3	0.7	1.1
Grecia	2.4	-0.8	-1.3
Spania	0.2	0.8	0.7
Finlanda	1.8	0	0.2
Franța	0.8	0.4	0.4
Croația	1.1	-0.6	0.2
Ungaria	1.9	0.2	0.3
Irlanda	1.8	0.4	0.8
Italia	0.1	-0.1	0
Lituania	3.7	1.5	1.6
Letonia	3.6	1.2	1.5
Olanda	1.1	0.1	0
Polonia	2.5	1.2	1.1
Portugalia	0.4	0.9	0.9
România	4.3	0.5	0.5
Suedia	1.8	0.6	0.8
Slovenia	1.7	0.4	0.3
Slovacia	3.3	2.4	2.1
Marea Britanie	1.5	-0.1	0.1
UE28	1.2	0.4	0.4

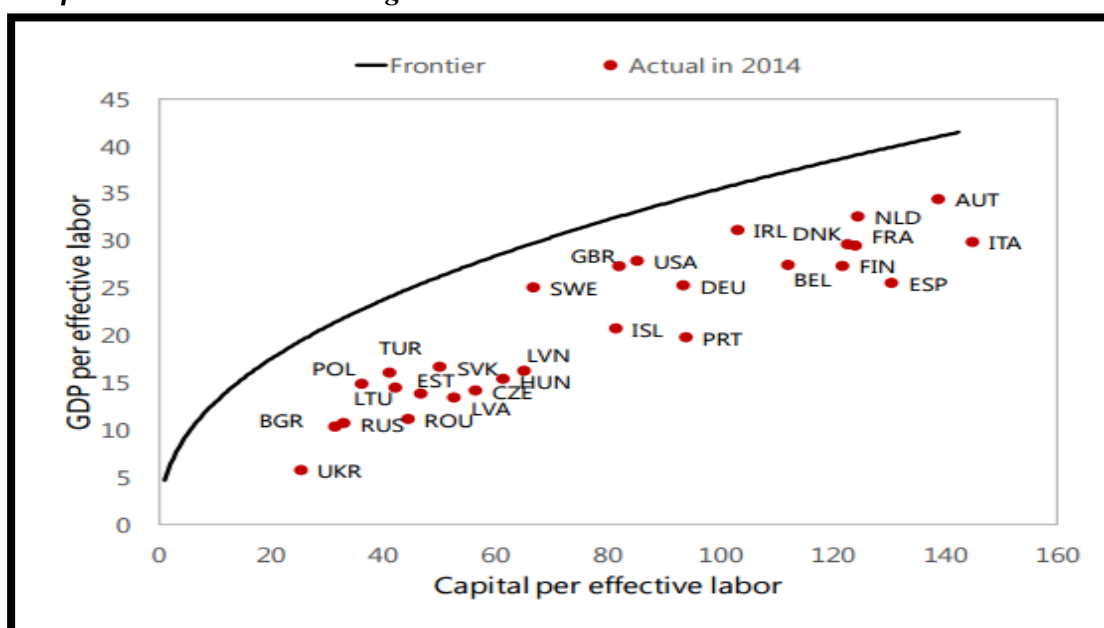
Sursa: prelucrări după baza de date AMECO, CE

⁸⁷ atât în sectorul public cât și în cel privat.

Productivitatea totală a factorilor reflectă în același timp contribuții care vin dinspre cerere, cât și dinspre ofertă. Privind dinspre ofertă, TFP reflectă nivelul progresului tehnologic al unei economii, *eficiența tehnică* și *eficiența alocativă* în aceeași măsură. Eficiența tehnică se referă la capacitatea firmelor de a folosi tehnologia disponibilă și se măsoară prin intermediul distanței față de frontiera tehnologică (utilizarea deplină a resurselor disponibile la un moment dat în economie) (FMI, 2016).

În Graficul 3.3. este estimată frontiera tehnologică pentru mai multe grupe de state. Frontiera reprezintă 100, în timp ce distanța statelor față de 100 reprezintă eficiența utilizării tehnologiei pe care o are fiecare stat la dispoziție la un moment dat⁸⁸. După cum se poate observa din figura de mai jos, economia României se află la o distanță considerabilă față de frontiera tehnologică estimată de FMI (FMI, 2016), o distanță mult mai mare decât în cazul, de pildă, al Poloniei. Factorii determinanți ai distanței față de frontier, în cazul României, sunt: structura economiei⁸⁹, calitatea instituțiilor, dar și calitatea reglementării statului.

Grafic 3. 3: Frontiera Tehnologică



Sursa: FMI, 2016

3.1.1.2. Productivitatea și creșterea economică sănătoasă

România are nevoie de o creștere economică sănătoasă, o creștere care să nu genereze dezechilibre majore, după cum a fost arătat anterior. Într-un context în care potențialul economiei românești a fost serios afectat de criza financiară actuală, intensificarea reformelor structurale precum și stimularea surselor sustenabile de creștere economică - investiții în capital și tehnologie, cercetare-dezvoltare și inovare, precum și în sănătatea și educația capitalului uman – sunt cele mai

⁸⁸ De exemplu, dacă scorul unui stat este de 70 față de 100, asta înseamnă că eficiența utilizării tehnologiei de care dispune este de doar 70% din potențial.

⁸⁹ O pondere mare a agriculturii în structura economiei naționale, de exemplu, distanțează economia de frontiera tehnologică, în timp ce o pondere mai mare a serviciilor ar aduce-o mai aproape.

fezabile soluții oferite de teoria economică și confirmate de practica și realitatea economică. Teoria macroeconomică leagă de multe ori succesul convergenței reale de evoluția productivității muncii. De altfel, multe studii arată că indicele convergenței structurale cu UE poate crește în principal prin *creșterea productivității muncii*, care depinde de organizare mai bună, educație, noi tehnologii, inovatii. Astfel, pot crește salariile, se mărește ritmul de creștere economică, crește standardul de viață etc.

Viteza de convergență a României față de statele europene dezvoltate poate fi explicată de nivelul și evoluția productivității muncii. De altfel, un motiv pentru care veniturile în România sunt atât de reduse are legătura directă cu nivelul productivității muncii și cu eficiența utilizării resurselor. Conform ultimelor statistici disponibile, nivelul productivității muncii orare în România este la numai 51,1% din media UE28, pe când productivitatea muncii pe persoană ocupată este de 56,7%. Analizând dinamica acestui indicator, observăm o îmbunătățire în perioada analizată (o creștere constantă și substanțială de la 30,7 % în anul 2000 la mai mult de 50% în anul 2015). Cu toate acestea, nivelul este inferior Ungariei și Poloniei, de exemplu (ambele peste 70%), cu mult sub nivelul Cehiei (aproape 80%) și incomparabil cu cel al statelor nucleu din ZE (peste 100%).

Tabel 3.5: Productivitatea muncii pe persoană angajată (% , UE28=100)

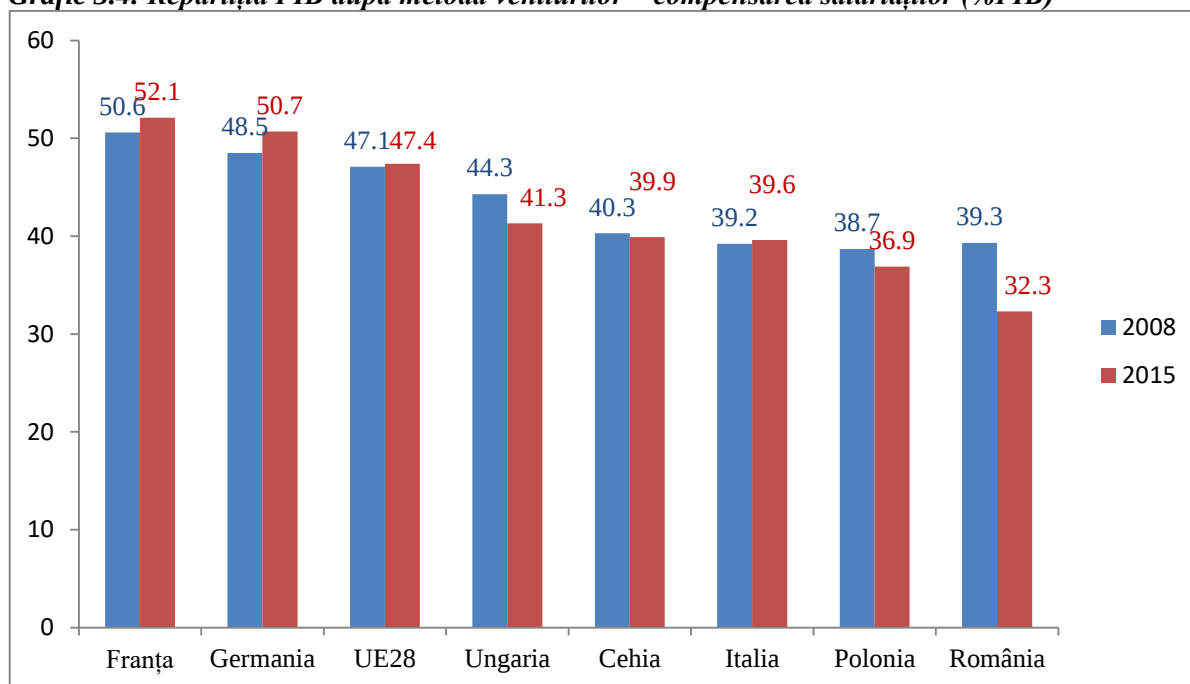
Ani / Tara	ZE	Cehia	Germania	Ungaria	Polonia	România
2003	110.9	72	107.8	65.4	59	30.7
2004	109.8	73.9	107.4	66.3	60.4	33.9
2005	109.7	74.1	108.2	67.1	60.1	35.3
2006	109.5	75.1	108.2	67.2	59.7	38.9
2007	109.4	77.6	107.9	66.6	61.1	42.5
2008	109.5	75.2	107.4	70.5	60.8	48.7
2009	108.8	77	103.7	72.7	64.5	48.9
2010	108.8	75.4	106.3	72.5	69.5	49.3
2011	108.5	77	107.2	72.8	71.7	50.6
2012	107.9	75.6	105.7	71.2	73.6	55.6
2013	107.9	76	104.8	71.8	73.6	55.8
2014	107.7	77.6	106.3	70.4	73.7	56.7

Sursa: Eurostat, 2016

O explicație pentru viteza de convergență poate fi și procesul de distribuire și redistribuire a avuției create la nivelul țărilor ECE comparativ cu modul în care se realizează aceste procese în țările dezvoltate. Dacă în teoria creșterii economice analizele empirice relevă o pondere a capitalului de 35% și a muncii de 65% în ceea ce privește distribuirea PIB⁹⁰ în Cehia, Polonia și mai ales în România situația este inversă - o pondere de 35-40% revine muncii și o pondere de 60-65% revine capitalului (repartiția venitului național net între muncă și capital). Evident, această situație are implicații pe mai multe paliere și, conduce la creșterea inegalităților economice, investiții mici în capitalul uman și, implicit, avans de productivitate sub potențial și creșterea gradului de sărăcie. Mai mult decât atât, analiza datelor (Graficul 3.4) arată cum criza actuală nu numai că nu a corectat aceste dezechilibre/deficiente ci, mai degrabă a afectat și mai mult acest proces în cazul țărilor ECE, povara picând pe umerii lucrătorilor și, afectând în acest mod premisele unui catching up rapid. În România ponderea ce revine muncii a scăzut de la 39,3% în anul 2008 la 32,3% în 2015.

⁹⁰ Cifre compatibile cu cele regăsite în țările dezvoltate din UE, cu excepția Italiei.

Grafic 3.4: Repartiția PIB după metoda veniturilor – compensarea salariaților (%PIB)



Sursa: Eurostat, 2016

3.1.1.3. Cum se reflectă creșterea economică în reducerea ratei sărăciei

Nivelul de trai într-o economie națională înseamnă însă mai mult decât creșterea PIB pe locuitor. Deși PIB ul pe locuitor este un indicator mult folosit pentru a compara nivelul de dezvoltare a statelor, dezvoltarea unui stat înseamnă considerabil mai mult. Îmbunătățirea condițiilor de viață, creșterea bunăstării sociale la nivelul economiei naționale, creșterea nivelului de trai, evoluții pozitive ale veniturilor și averii naționale, toate acestea însumate definesc gradul de dezvoltare a unei economii și, implicit, nivelul de trai, bunăstarea socială a populației.

După cum se poate observa din tabelele următoare (Tabelele 3.6., 3.7. și 3.8.), în România creșterea PIB s-a reflectat doar parțial în reducerea ratei sărăciei, exprimată prin rata de deprivare materială (în literatura de specialitate rata de deprivare materială este considerată a fi un indicator cu o valoare informațională mult mai bogată decât s-a dovedit a fi rata sărăciei).

În anul 2007, de exemplu, România avea una dintre cele mai mari rate de creștere economică (6,9%), dar și cea mai mare rată de deprivare materială (36,5%). Deși rata de deprivare materială severă a avut un trend descrescător pe parcursul întregii perioade analizate (a scăzut de la 36,5% în 2007 la 24,6% în 2015), în România a rămas la niveluri considerabile, incomparabile cu cele existente în ZE, dar și în Cehia, Polonia, chiar și în Ungaria.

Ratele mari de creștere economică au fost cel mai bine reflectate în ratele de deprivare materială în cazul Poloniei (care a plecat de la 22,3%, în 2007 și a ajuns în 2015 la numai 8% nivel comparabil cu ZE, sau Cehiei (care a avut initial o rată de deprivare materială de numai 7,4%, ajungând în 2015 la o rată sensibil mai mică decât cea din ZE).

Tabel 3.6: Rata de creștere economică în țări selectate UE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cehia	5.5	2.7	-4.8	2.3	2	-0.9	-0.5	2	4.2
Polonia	7.2	3.9	2.6	3.7	5	1.6	1.3	3.3	3.6
România	6.9	8.5	-7.1	-0.8	1.1	0.6	3.5	3	3.8
Ungaria	0.4	0.8	-6.6	0.7	1.8	-1.7	1.9	3.7	2.9
ZE	3	0.5	-4.5	2.1	1.6	-0.9	-0.3	0.9	1.6

Sursa: Eurostat, 2016

Tabel 3.7: Rata de deprivare materială severă în țări selectate UE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cehia	7.4	6.8	6.1	6.2	6.1	6.6	6.6	6.7	5.2
Polonia	22.3	17.7	15.0	14.2	13.0	13.5	11.9	10.4	8.1
România	36.5	32.9	32.2	31.0	29.4	29.9	28.5	25.0	24.6
Ungaria	19.9	17.9	20.3	21.6	23.4	26.3	27.8	24.0	19.4
ZE	5.6	5.9	6.0	6.1	6.9	7.8	7.5	7.4	7.7

Sursa: Eurostat, 2016

Tabel 3.8: Coeficientul GINI calculat în funcție de venitul disponibil echivalent în țări selectate UE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cehia	25.3	24.7	25.1	24.9	25.2	24.9	24.6	25.1	n.a
Polonia	32.2	32.0	31.4	31.1	31.1	30.9	30.7	30.8	n.a
România	37.8	36.0	34.9	33.3	33.2	33.2	34.0	34.7	n.a
Ungaria	25.6	25.2	24.7	24.1	26.9	27.2	28.3	28.6	28.2
ZE	30.0	30.5	30.3	30.3	30.6	30.4	30.7	31.0	n.a

Sursa: Eurostat, 2016

3.1.1.4. Convergența prețurilor versus convergența câștigurilor

Nivelul de trai într-o economie națională este reflectat până la urmă de bunăstarea indivizilor. În fond, aceștia sunt cei care vor resimți efectele adoptării monedei euro. Pentru a studia impactul asupra bunăstării indivizilor, am considerat că analiza convergenței prețurilor trebuie însoțită de analiza convergenței salariilor. Conform datelor disponibile pe Eurostat, în anul 2015 convergența salariilor era în România de numai 20,5%, în timp ce convergența prețurilor se ridică la nivelul de aproape 50% față de EU28. După cum se poate observa în Tabelul 3.9., în timp ce convergența prețurilor în statele ECE analizate este relativ asemănătoare (în jur de 50%, plus sau minus), convergența salariilor diferă semnificativ. În România convergența salariilor (20,5%) este aproape jumătate față de Cehia (37,9%) și sub nivelul Poloniei și Ungariei (în jur de 30%). Convergența redusă a salariilor în România vis-à-vis de convergența prețurilor se traduce printr-o putere de cumpărare scăzută în România față de ZE, dar și față de celelalte state est-europene, de unde rezultă din nou un cerc vicios al sărăciei, și toate riscurile care derivă de aici. În tabelul următor este prezentată în paralel convergența prețurilor și convergența salariilor în anul 2015.

Tabel 3.9: Convergența prețurilor versus convergența salariilor în țări selectate din UE

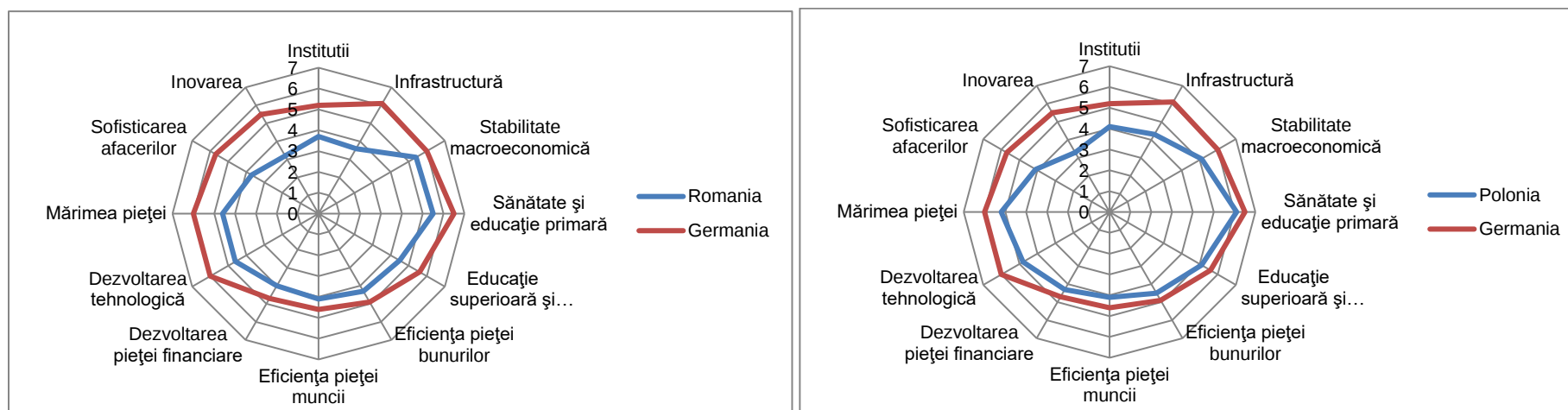
	2012		2013		2014		2015	
	Convergența prețurilor	Convergența salariilor	Convergența prețurilor	Convergența salariilor	Convergența prețurilor	Convergența salariilor	Convergența prețurilor	Convergența salariilor
UE28	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
CZ	138.6	40.3	139.0	38.8	139.1	36.6	63.3	37.9
DE	100.9	130.9	102.7	131.7	101.5	131.2	99.8	131.6
FR	109.0	123.8	108.0	124.6	107.7	124.2	105.4	123.2
IT	102.7	109.9	103.3	110.4	102.9	109.1	100.9	106.8
HU	61.1	30.9	59.8	30.6	57.5	30.1	57.2	30.5
PL	56.3	35.4	56.1	36.1	55.8	36.6	54.8	36.8
RO	51.9	17.7	53.7	18.6	53.1	19.4	51.9	20.5

Sursa: Eurostat, 2016

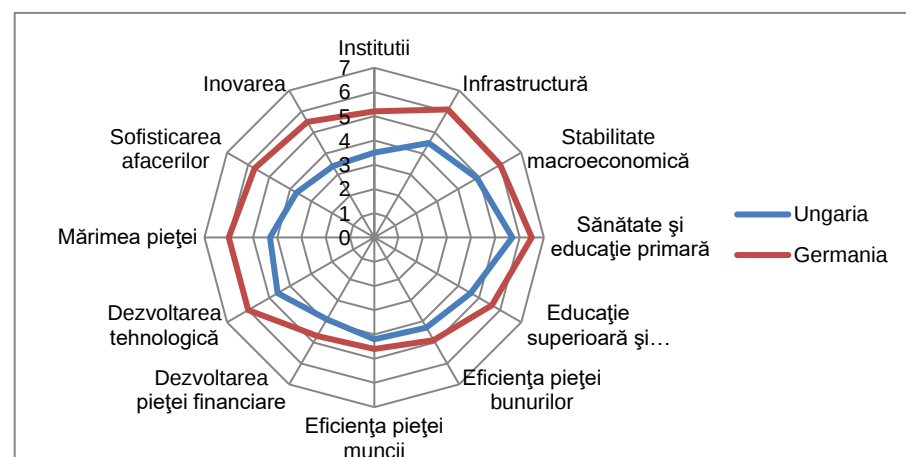
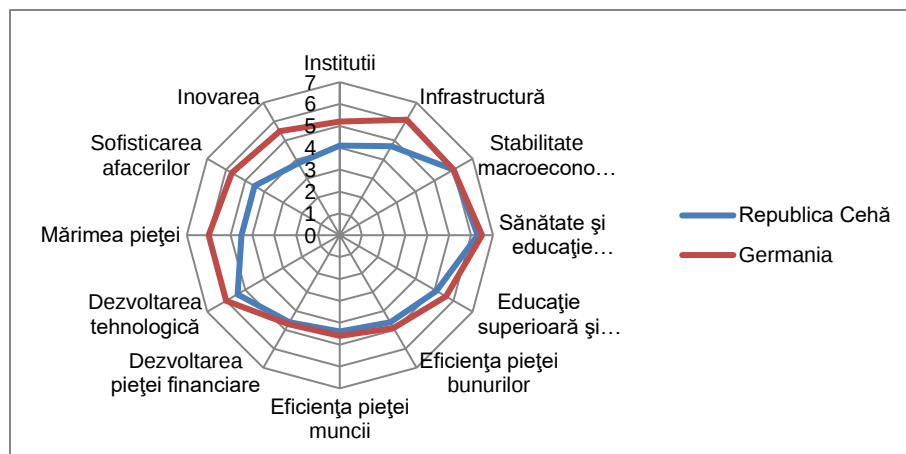
3.1.1.5. Competitivitatea și creșterea economică

Unul dintre factorii esențiali de creștere identificați de teoria economică este **competitivitatea**. Potrivit acestei logici, o posibilă reducere a decalajelor economice, politice, sociale și instituționale în România ar putea fi obținută printr-o creștere mai rapidă a competitivității, atingerea de progrese semnificative în sub-domeniile luate în calculul Indicelui Global de Competitivitate⁹¹ ar putea conduce la un proces de catching up sustenabil pentru statele ECE.

Grafic 3.5: Indicatori de competitivitate în statele ECE



⁹¹ calculat anual de World Economic Forum.



Sursa: calcule proprii după date World Economic Forum, Global competitiveness report 2015-2016, disponibil la <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/>

IGC definește 5 stadii de dezvoltare, cu 3 stadii principale: economii bazate pe factori, economii bazate pe eficiență și economii bazate pe inovare, cu două stadii de tranziție între acestea. Eficiența piețelor bunurilor, a muncii și a capitalului ar asigura condițiile unui grad mai ridicat de complexitate a afacerilor și trecerea către motoarele creșterii economice endogene - investiții mai mari în inovare, cercetare-dezvoltare și capital uman. Suprapusă peste stabilitatea macro-economică și arhitectura instituțională funcțională, dezvoltarea infrastructurii ar permite furnizarea unor servicii de educație și sănătate de calitate și astfel o creștere economică incluzivă. Toate acestea ar permite țărilor analizate să treacă dinspre stadiul *economiilor bazate pe eficiență* către stadiul de dezvoltare *specific economiilor bazate pe inovare*, acolo unde regăsim Germania și, la o oarecare distanță, Cehia.

Figurile de mai sus (Graficul 3.5) arată distanța față de Germania în cazul țărilor ECE luate în analiză, în funcție de pilonii incluși în indicele analizat - instituții, inovarea). Analiza figurilor arată probleme structurale comune pentru regiunea considerată. Distanța față de standardele de referință ale Germaniei este una ridicată în special în ceea ce privește infrastructura, dezvoltarea instituțională, sofisticarea afacerilor și mai ales inovarea. După cum se poate observa din figurile indicate, distanța cea mai mare față de economia Germaniei este înregistrată de economia României, în vreme ce la distanța cea mai mică se află economia Cehiei.

3.1.1.6. Convergența instituțională

Tabel 3.10: Voce și responsabilitate

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	1.35	0.96	1.04	0.84	0.50
2008	1.35	1.00	0.96	0.92	0.51
2009	1.35	1.02	0.90	1.01	0.46
2010	1.31	1.00	0.90	1.03	0.42
2011	1.37	1.01	0.85	1.01	0.37
2012	1.39	0.94	0.74	1.04	0.30
2013	1.41	0.96	0.73	0.97	0.29
2014	1.46	1.03	0.54	1.10	0.38

Tabel 3.11: Stabilitate politică și absența violenței / terorismului

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	0.99	0.98	0.72	0.64	0.17
2008	0.93	1.01	0.72	0.86	0.16
2009	0.83	0.88	0.52	0.90	0.35
2010	0.78	0.96	0.67	0.99	0.25
2011	0.84	1.10	0.73	1.06	0.17
2012	0.77	1.04	0.67	1.03	0.07
2013	0.93	1.05	0.78	0.96	0.16
2014	0.93	0.97	0.70	0.87	0.08

În ceea ce privește **dezvoltarea instituțională**, pe lângă indicatorii estimați de World Economic Forum putem analiza și modul în care modernizarea designului instituțional conduce la buna guvernare și mai departe la stimularea unei creșteri economice sănătoase.

Pe baza setului de date oferite de Banca Mondială sub forma Indicatorilor de Eficiență a Guvernării (Worldwide Governance Indicators), analizăm progresele obținute [pe o scală de la -2,5 (slab) la +2,5 (puternic)] în ceea ce privește modul în care cetățenii percep participarea la alegerea administrației publice locale și centrale, libertatea de expresie, de asociere și libertatea presei (Indicatorul Voce și Responsabilitate / Voice and accountability), percepția cetățenilor în legătură cu stabilitatea politică și absența violenței / terorismului (Indicatorul Political Stability and absence of violence / terrorism) precum și modul în care sunt percepute calitatea serviciilor publice, independența față de presiunile politice dar și calitatea fundamentării și implementării politicilor publice (Indicatorul Eficiența Guvernamentală / Government effectiveness).

În plus, Banca Mondială mai adaugă încă trei indicatori ce reflectă calitatea reglementării de către administrația publică (Indicatorul Regulatory Quality), încrederea în respectarea regulilor, în forța contractelor, poliție, justiție s.a. (Indicatorul Stat de Drept / Rule of Law) precum și modul în care cetățenii percep controlul corupției și eficiența luptei împotriva capturii statului de către

Tabel 3.12: Eficiența guvernamentală

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	1.63	0.90	0.72	0.40	-0.32
2008	1.52	1.01	0.71	0.48	-0.32
2009	1.59	0.89	0.68	0.52	-0.36
2010	1.57	0.91	0.67	0.64	-0.25
2011	1.55	0.93	0.68	0.62	-0.31
2012	1.57	0.92	0.62	0.66	-0.31
2013	1.52	0.88	0.64	0.71	-0.07
2014	1.73	1.02	0.53	0.82	0.00

Sursa: *Worldwide Governance Indicators, Banca Mondială, 2016*

Tabel 3.13: Calitatea reglementării

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	1.62	1.03	1.19	0.77	0.53
2008	1.49	1.15	1.19	0.82	0.58
2009	1.52	1.32	1.08	0.95	0.60
2010	1.58	1.30	1.02	0.98	0.64
2011	1.55	1.20	1.04	0.93	0.66
2012	1.53	1.05	0.97	0.95	0.54
2013	1.55	1.08	0.88	1.04	0.60
2014	1.70	1.02	0.77	1.06	0.60

interese private / căutători de rentă (Indicatorul Control of Corruption / Controlul Corupției).

Analiza acestor șase indicatori estimați de Banca Mondială arată rămăneri în urmă semnificative față de valoarea de referință a Germaniei în ceea ce privește indicatorii Voce și Responsabilitate, Eficiența guvernării, Calitatea Reglementării, Statul de Drept și Controlul Corupției. Decalajele cele mai mici față de Germania se înregistrează din nou în cazul Cehiei, iar distanța cea mai mare față de același referențial o regăsim în situația României.

Progrese evidente în ceea ce privește convergența instituțională observăm în cazul României și Poloniei în ultimii ani pe fondul efectelor pozitive nete ale aderării la UE prin implementarea acquis

Tabel 3.14: Statul de drept

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	1.75	0.86	0.92	0.37	-0.11
2008	1.72	0.89	0.89	0.51	-0.01
2009	1.64	0.94	0.76	0.60	0.03
2010	1.62	0.93	0.75	0.66	0.04
2011	1.61	1.02	0.74	0.75	0.05
2012	1.64	1.01	0.60	0.74	0.02
2013	1.62	1.00	0.56	0.79	0.11
2014	1.85	1.14	0.50	0.82	0.15

Tabel 3.15: Controlul corupției

Ani/Tara	Germania	Cehia	Ungaria	Polonia	România
2007	1.70	0.23	0.56	0.19	-0.17
2008	1.73	0.27	0.38	0.35	-0.16
2009	1.72	0.33	0.34	0.37	-0.27
2010	1.74	0.26	0.25	0.41	-0.22
2011	1.71	0.30	0.32	0.49	-0.19
2012	1.78	0.23	0.28	0.58	-0.26
2013	1.78	0.19	0.29	0.55	-0.19
2014	1.83	0.32	0.13	0.59	-0.14

Sursa: *Worldwide Governance Indicators, Banca Mondială, 2016*

ului comunitar. O influență negativă în matricea indicatorilor de analiză ai funcționalității instituțiilor / politicilor guvernamentale pare a fi fost adusă de criza economică /socială/ politică din ultimii ani.

Viteza de convergență pe cei șase piloni analizați a crescut în cazul României și Poloniei în ultimii trei ani luați în considerare în cazul indicatorilor Eficiența guvernării, Calitatea Reglementării și parțial Statul de Drept și Controlul corupției, ceea ce imprimă optimism cu privire la continuarea consolidării acestor reforme.

Convergența instituțională și mai ales compatibilizarea funcționalității instituțiilor cu standardele economiilor dezvoltate din ZE pot asigura premisele unei convergențe structurale fiabile. Deocamdată pare a predomină teoria formelor fără fond, avem instituții, am implementat acquis ul comunitar-, dar instituțiile nu comunică, birocrăția funcționează greoi, procesul de luare a deciziilor este greoi și complicat s.a.m.d..

Multe dintre problemele structurale ale economiei românești ar putea fi rezolvate prin creșterea investițiilor străine directe (ISD) și prin atragerea unui volum cât mai mare din fondurile europene. Creșterea stocului de capital fizic al economiei românești ar genera o rată mai ridicată de creștere economică, creșterea productivității și a veniturilor, creșterea gradului de ocupare a forței de muncă, un proces mai rapid de ajustare structurală a economiei, dacă ISD sunt predominante în sectorul serviciilor. În plus, ISD bazate pe transferul de tehnologie măresc viteza de convergență. Ele reprezintă și o sursă stabilă de finanțare a deficitului de cont curent. România are multe avantaje care s-ar putea concretiza în

atragerea ISD, avantaje legate de mărimea pieței interne, nivelul fiscalității, costul unitar al forței de muncă, etc. Pe de altă parte, nivelul redus de tehnologizare a economiei românești conduce la o productivitate mai redusă a muncii relativ la noile state membre ale UE, ceea ce erodează o parte din avantajul salariilor mai reduse⁹².

Atragerea de resurse externe reprezintă în continuare un motor pentru economia autohtonă ca economie emergentă. Dar România trebuie să valorifice mai bine resursele proprii, să mobilizeze rezerve de eficiență, să economisească mai mult și să găsească căi pentru a construi avantaje comparative și competitive. Apartenența la UE, care înseamnă reguli ale Pieței Unice nu trebuie să excludă învățarea din experiența dezvoltării economice în lume (vezi Anexa de la Capitolul 3 – articolul „Dezvoltarea înseamnă să folosești și să învingi forțele pieței”).

Problema deficitului de performanță în domeniile dezvoltare instituțională, infrastructura, complexitatea afacerilor și inovare putea fi rezolvată în mod rezonabil prin accesul integral al țărilor ECE la fondurile europene structurale și de coeziune. Oportunitatea de a beneficia de fonduri practic gratuite pentru creșterea competitivității, îmbunătățirea capitalului uman, mediu, agricultură, infrastructură, dezvoltare rurală, cercetare dezvoltare și inovare dar și pentru creșterea capacității administrative a fost fructificată într-o măsură satisfăcătoare, rata de absorbție fiind de 95% în cazul Poloniei, aproape 90% în cazul Cehiei și Ungariei și de doar 75% în cazul României⁹³.

Tabel 3.16: Rata de absorbție în statele ECE

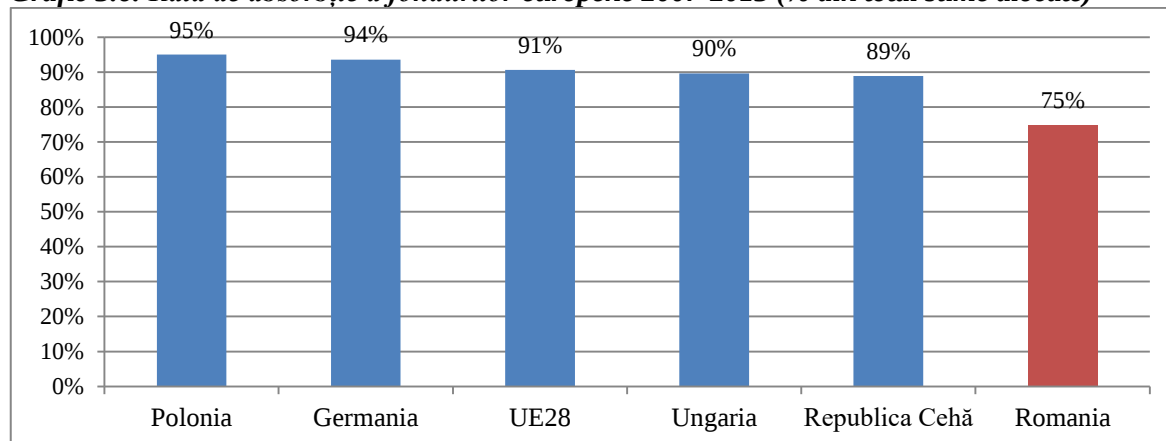
Tari	Polonia	Franța	Germania	UE28	Ungaria	Cehia	Italia	România
Rata de absorbție	95.%	94.5%	93.6%	90.6%	89.6%	88.9%	82.6%	74.8%

Sursa: Eurostat

⁹² pentru detalii, vezi și Socol, A. 2009.

⁹³ Pentru România a fost prima perioadă de alocare de fonduri, Polonia și Cehia beneficiind aici de experiența perioadei mai 2004-decembrie 2006.

Grafic 3.6: Rata de absorbție a fondurilor europene 2007-2013 (% din total sume alocate)



Sursa: Eurostat, 2016

Rata de absorbție a României în perioada 2007-2013 putea fi mai ridicată dacă prin Programul Operațional Transport se puteau atrage toți banii europeni alocați. Astfel, România a pierdut 2 miliarde euro din fonduri alocate pentru acest domeniu aferent perioadei 2007-2013, fapt ce întârzie integrarea în rețelele europene de transport, frânează investițiile străine directe și afectează negativ rata de creștere economică. Rămânerea în urmă din punctul de vedere al infrastructurii rutiere de data aceasta se vede și din tabelul care arată numărul de kilometri de autostradă în țări selectate din UE. Pentru a avea un proces de catching-up rapid, specialiștii în macro-economie recomandă țărilor în tranziție să-și dezvolte infrastructura. Investițiile publice au crescut în ultimii ani, conștientizându-se faptul că modernizarea economiei presupune autostrăzi, rețele de telecomunicații, extinderea și diversificarea serviciilor de intermediere financiară, utilități publice adecvate etc. Raportat la suprafața țării, România are cei mai puțini kilometri de autostradă din Europa. Astfel, în anul 2014, România avea doar 644 km de autostradă, de 20 de ori mai puțin ca în Germania, care avea 12.917 km de autostradă, de 18 ori mai puțin decât Franța (11.465), de 10 ori mai puțin decât Italia (6.726), mai puțin de jumătate din km de autostradă construiți în Polonia, de aproape 3 ori mai puțini decât în Ungaria, mai puțin cu 107 km decât Cehia.

Tabel 3.17: Lungimea rețelei de autostrăzi

Ani/Tara	BG	CZ	DE	FR	IT	HU	PL	RO
2000	324	499.4	11,712	9,766	6,478	448	358	113
2001	328	517.6	11,786	10,068	6,478	448	398	113
2002	328	517.7	12,037	10,223	6,487	533	405	113
2003	328	518	12,044	10,379	6,487	542	405	113
2004	331	546	12,174	10,486	6,532	569	552	228
2005	331	564	12,363	10,800	6,542	636	552	228
2006	394	633	12,531	10,848	6,554	785	663	228
2007	418	657	12,594	10,958	6,588	858	663	281
2008	418	691	12,645	11,042	6,629	1,273.7	765	281
2009	418	729	12,813	11,163	6,661	1,273	849	321
2010	437	734	12,819	11,392	6,668	1,477	857	332
2011	458	745	12,845	11,412	6,668	1,515.5	1,070	350
2012	541	751	12,879	11,465	6,726	1,515.1	1,365	550
2013	:	:	12,917	:	:	:	1,482	644

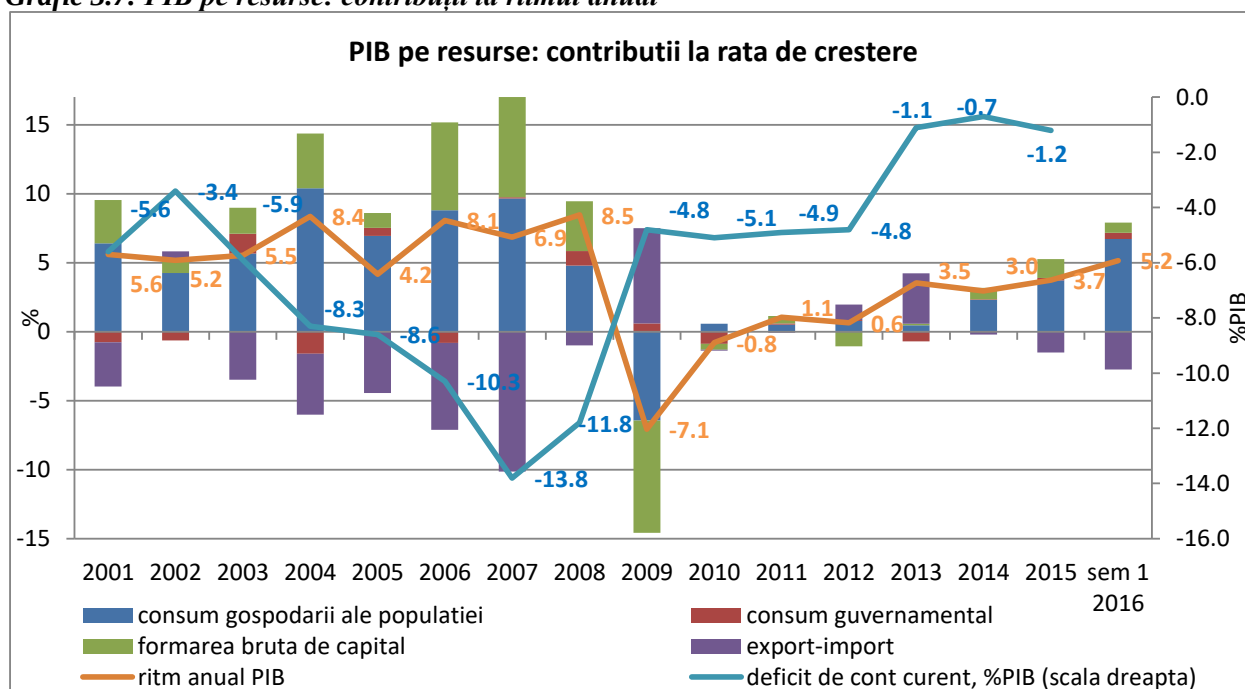
Sursa: Eurostat, 2016

3.1.1.7. Relația dintre deficitele externe și creșterea economică sănătoasă

O creștere economică sănătoasă, sustenabilă este dependentă de modul în care aceasta este obținută, altfel se poate intra în cercul vicios creștere nesustenabilă - dezechilibre externe - contribuții negative ale acestora la creșterea economică - afectarea în cele din urmă a creșterii. De exemplu, în perioada 2000-2008 ritmurile anuale de creștere reală a PIB în România au fost de peste 5%. Aceste ritmuri înalte au fost însă însoțite de dezechilibre externe în creștere până în 2007 când au contribuit negativ la creșterea PIB cu 10 procente (contribuția exportului net). În acel an deficitul de cont curent a atins maximum perioadei de 13,8 procente din PIB.

În 2015, pentru prima dată după 2008, exportul net a avut o contribuție negativă la creșterea PIB de 1,5%, contribuție care s-a accentuat la -2,7% în primul semestru din 2016, când creșterea anuală PIB a ajuns la 5,2%. Deși s-a accelerat semnificativ, contribuția negativă a exportului net la creșterea PIB a rămas sub nivelul înregistrat în perioada 2001-2003, atunci când ritmul anual al PIB a fost similar.

Grafic 3.7: PIB pe resurse: contribuții la ritmul anual



Sursa: INSSE, Eurostat, calculele autorilor

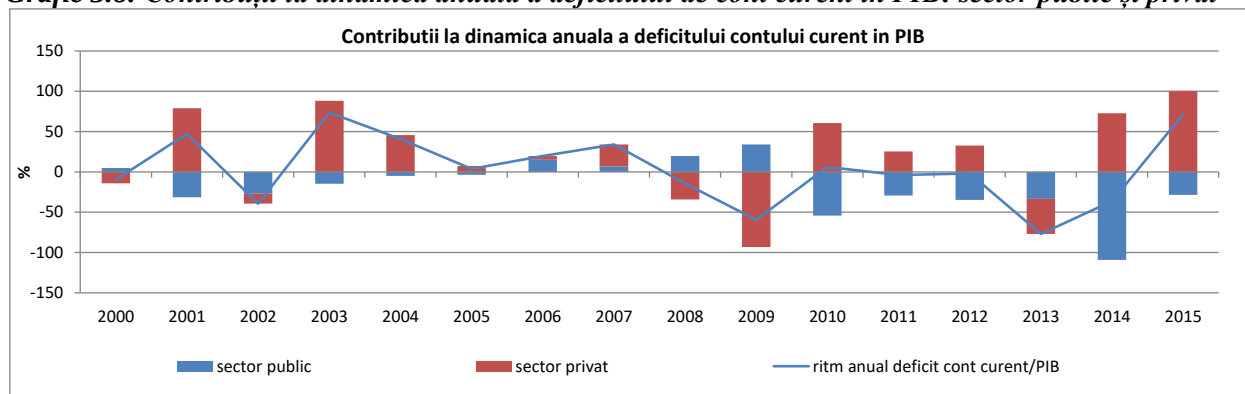
Ce a determinat această creștere abruptă a deficitului de cont curent în România? Analiza datelor⁹⁴ arată că, sectorul privat a fost principalul contributor la dinamica anuală a deficitului de cont curent în perioada 2003-2007, iar în 2015 când deficitul de cont curent a început să crească din nou, creșterea s-a datorat tot sectorului privat. Sectorul public a contribuit preponderent la adâncirea deficitului de cont curent în 2006 și în 2008-2009, când decalajul dintre economisire și investiții în sectorul privat era pe scădere.

Acumularea deficitului de cont curent în perioada 2003-2008 se disociază în două etape: perioada 2003-2005, în care creșterea acumulării deficitului s-a datorat mai degrabă scăderii

⁹⁴ Pe baza identității macroeconomice conform căreia deficitul de cont curent în PIB este egal cu diferența dintre rata economisirii în PIB și rata investițiilor în PIB din sectorul public și sectorul privat (Tabel A3.2).

economisirii și, perioada 2006-2007, în care acumularea deficitului de cont curent s-a datorat mai degrabă creșterii puternice a investițiilor, economisirea având o creștere mai lentă.

Grafic 3.8: Contribuții la dinamica anuală a deficitului de cont curent în PIB: sector public și privat



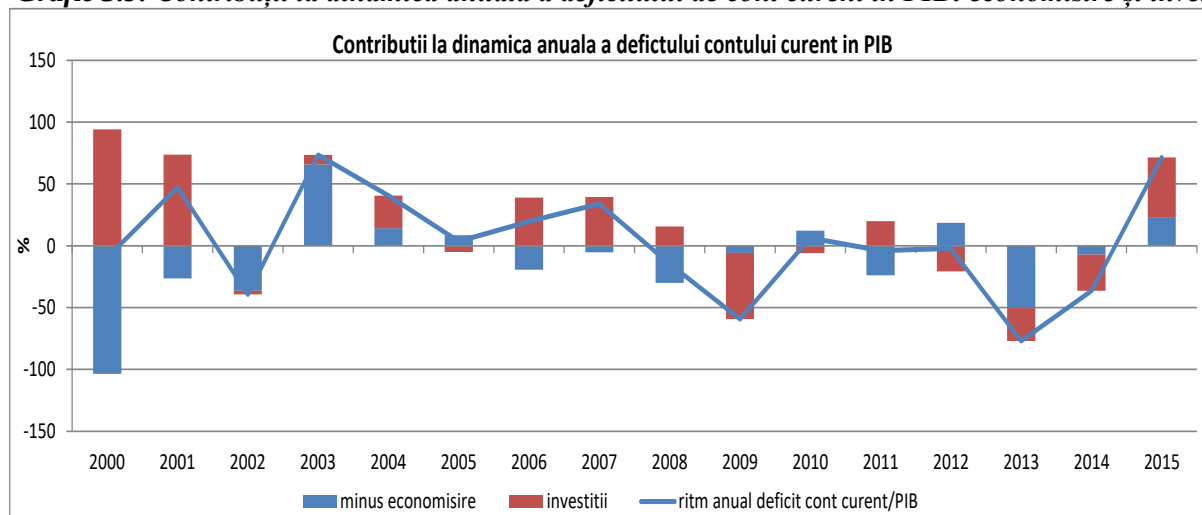
Sursa: Eurostat, calculele autorilor

România a făcut progrese semnificative în perioada 2007-2015, când deficitul de cont curent s-a redus de la 13,8% din PIB la numai 0,7% din PIB. Cu excepția anilor 2008-2009, a avut loc o reducere graduală a deficitului bugetar care a contrabalansat creșterea moderată a diferențialului dintre investiții și economisire în sectorul privat. În 2015 avem o relansare a investițiilor și o reducere a economisirii, situație ce nu poate fi durabilă însă în lipsa creditării și a absorbției fondurilor europene. România a avut în anul 2015 un deficit bugetar de 0,8% din PIB, dar în anul 2016 va ajunge, ca urmare a modificărilor Codului Fiscal, la un deficit de 2,8% din PIB nivel care se va mentine constant în 2017 (CE, FMI)⁹⁵.

În mare parte, evoluția deficitului bugetar se datorează măsurilor de relaxare fiscală, măsuri care au stimulat consumul peste capacitatea ofertei autohtone de satisfacere a acestuia. Există riscul ca deficitul bugetar să pună presiune suplimentară alături de sectorul privat pe deficitul de cont curent începând cu anul 2016, într-un context în care Cehia și Ungaria vor avea în acest an surplusuri de cont curent, iar deficitul de cont curent în Polonia nu va depăși 1 la sută din PIB (conform estimărilor FMI). Într-o Europă în care se înregistrează surplusuri semnificative de cont curent, dinamica nefavorabilă a deficitului de cont curent din România este riscantă, atât din perspectiva percepției investitorilor, cât și a obținerii pe termen mediu și lung a unor ritmuri ridicate de creștere economică sănătoasă.

⁹⁵ Estimarea CE (2016) este că deficitul bugetar al României va fi de 2,8% din PIB și deficitul de cont curent de 2,1% din PIB, iar în 2017 deficitul bugetar va fi de 3,4% din PIB, iar deficitul de cont curent de 2,8% din PIB. FMI 2016 estimează însă un deficit de 2,8% atât pentru 2016 cât și pentru 2017.

Grafic 3.9: Contribuții la dinamica anuală a deficitului de cont curent în PIB: economisire și investiții



Sursa: Eurostat, calculele autorilor

3.1.1.8. Estimarea perioadei de timp necesară pentru realizarea convergenței reale a României cu zona euro

Analizând decalajele semnificative de dezvoltare identificate mai sus în cazul României, atât față de statele dezvoltate din ZE, cât și față de statele ECE incluse în analiză, apare întrebarea dacă România va reuși totuși să realizeze convergența cu ZE în ceea ce privește nivelul PIB/locuitor și mai ales după cât timp. Pentru a răspunde la această întrebare, au fost luate în considerare atât nivelurile inițiale absolute ale PIB/loc, cât și ritmurile medii de creștere economică înregistrate în perioada analizată (2000-2015). Pentru a determina perioada de convergență dintre România și ZE am luat în considerare relațiile dintre nivelurile inițiale ale PIB/locuitor și ratele medii anuale de creștere economică ale celor două entități:

$$Y_R = Y_{0R}(1+r_{\text{mediuRO}})^t \quad (1)$$

$$Y_{ZE} = Y_{0ZE}(1+r_{\text{mediuZE}})^t \quad (2)$$

unde (Y_R) reprezintă nivelul inițial al PIB real pe locuitor al României și (Y_{ZE}) cel al ZE. (Iancu, 2009)

Convergența se realizează atunci când valorile celor două relații de mai sus devin egale, conform relației (3)

$$Y_{0R}(1+r_{\text{mediuRO}})^t = Y_{0ZE}(1+r_{\text{mediuZE}})^t \quad (3)$$

În urma logaritmării și rearanjării termenilor, am determinat perioada de timp (t) în care se va obține convergența (egalizarea) între România și ZE din perspectiva nivelului PIB real/locuitor calculat pe baza PPC în euro:

$$t = \frac{(\log Y_{0ZE} - \log Y_{0RO})}{\log(1+r_{\text{mediuRO}}) - \log(1+r_{\text{mediuZE}})} \quad (4)$$

Pe baza acestei formule am calculat perioada de timp, în ani, în care România ar putea ajunge din urmă ZE, precum și două dintre țările lider membre UE – Franța și Germania. Speranța că România poate ajunge din urmă țările dezvoltate se întemeiază pe ipoteza că România va înregistra în continuare un ritm mediu de creștere economică superior celui din ZE, dar și că aceasta din

urmă va crește cu rate asemănătoare înregistrate istoric în perioada analizată. În tabelul de mai jos sunt prezentate câteva scenarii care arată perioada de timp în care România ar putea ajunge din urmă ZE/sau o masă critică de 75% funcție de diferite rate de creștere medii anuale.

Tabel 3.18: Scenarii privind numărul de ani necesari atingerii convergenței reale cu ZE

România față de:	3,68% (100% media ZE)	5% (100% media ZE)	3,68% (75% media ZE)	5% (75% media ZE)
ZE	27	18	13	9
Germania	33	21	21	13
Franța	26	17	14	9

Sursa: calculele autorilor

Rezultatele analizei noastre arată că dacă România și-ar păstra ritmul mediu de creștere înregistrat în perioada 2000-2015, atunci ar reuși să ajungă din urmă media ZE în 27 ani, în vreme ce 75% din media ZE ar putea atinge în 13 ani. Dacă România ar crește în medie cu 5% pe an în termeni reali (în mod sustenabil), atunci ar putea ajunge din urmă media ZE în 18 ani, iar nivelul de 75% din media ZE l-ar putea atinge în 9 ani, adică în 2024.

Rate de creștere de peste 5-6% anual în termeni reali sunt cvasi-iluzorii în condițiile ce se pre-figurează în economia europeană, dar și în economia globală. Chiar o rată de creștere de 5% anual reclamă o mobilizare puternică a rezervelor interne de eficiență și valorificarea resurselor de trecere la un alt model de creștere. Este de subliniat însă că aderarea la ZE nu reclamă atingerea în prealabil a mediei PIB/capita din ZE. Cum se argumentează în analiza noastră, se poate imagina aderarea după atingerea unui nivel de cca 75% din media ZE și îndeplinirea altor condiții structurale, după cum vor fi arătate în continuare în cadrul lucrării.

Țările care au adoptat moneda unică după 2007 au avut PIB/capita în PPC relativ la media UE28 în anul anterior adoptării monedei unice cuprins între 94% în cazul Ciprului și 64% în cazul Estoniei (o țară mică, care avea Consiliu Monetar înainte de adoptarea euro). Celalalte țări baltice, care au funcționat cu consilii monetare ani buni înainte de aderare la ZE, au avut o medie în jur de 70%, iar alte țări (Cipru, Slovenia, Malta, Slovacia) o medie de 83%. România credem ca trebuie să țintească un PIB/capita în PPC de cel puțin 75% din media UE la data aderării. Țările baltice nu sunt cazuri relevante având în vedere dimensiunea și aranjamentele de consiliu monetar.

Deși în perioada 2000-2015 România a înregistrat cea mai mare rată medie de creștere economică dintre statele analizate, diferențe foarte mari regăsim la nivelurile PIB/locuitor. În 2015, de exemplu, România înregistra un nivel al PIB/locuitor de numai 15.100 euro, față de 29.200 media ZE, 33.900 euro în Germania, 29.300 în Franța. Chiar și față de Cehia (23.200), Polonia (18.600) și Ungaria (18.600), nivelul PIB/locuitor este semnificativ mai mic. Acesta este și motivul pentru care, conform calculelor, numărul de ani necesari pentru ajungerea din urmă a ZE de către aceste state este sensibil mai mic decât în cazul României, deși ratele medii de creștere acestora au fost mai mici decât în cazul țării noastre. Rezultatele arată că Cehia ar putea ajunge din urmă ZE în aproximativ 15 ani, Polonia în 19 ani, iar Ungaria în 21 ani, dacă toate aceste state ar crește în medie ca și până acum.

Decalajul mare de dezvoltare între România și ZE este principala piedică în adoptarea monedei unice. În plus, cum s-a evidențiat în capitolele anterioare, intervine funcționarea defectuoasă a ZE, care are nevoie de alte mecanisme și aranjamente de politici. Apartenența la ZE în momentul de față ar încorseta procesul de convergență reală, motiv pentru care aderarea

timpurie la ZE prezintă pentru România riscuri majore. Considerăm că adevărata miză a adoptării euro în România nu trebuie să fie nici dacă, nici când, ci în ce condiții vom face asta.

3.2. Analiza criteriilor de aderare la zona euro prin prisma teoriei zonelor monetare optime

Potrivit teoriei ZMO⁹⁶, balanța costuri-beneficii a adoptării unei monede unice depinde în mare măsură de reducerea decalajelor de dezvoltare dintre statele ce formează uniunea monetară, dar și de compatibilitatea existentă între acestea din perspectiva structurii economice, a gradului de integrare comercială, a sincronizării ciclurilor de afaceri în aceste economii, ș.a. Astfel, conform teoriei ZMO, dacă economiile ce formează o uniune monetară sunt puternic corelate și răspund similar la șocuri, atunci pot face ajustări cu instrumente comune, nevoia de independență a politicii monetare este redusă, și beneficiile monedei unice pot fi mari. Acest subcapitol are șase componente principale: primele analizează sincronizarea ciclurilor de afaceri cu ZE, gradul de deschidere și integrarea comercială, următoarele discută convergența structurală din statele ECE cu ZE și, ultimele trei secțiuni vorbesc despre gradul de flexibilitate a pieței muncii, mobilitatea capitalului și similaritatea transmisiei politicii monetare.

3.2.1. Sincronizarea ciclurilor de afaceri cu zona euro

În literatura de specialitate sincronizarea ciclurilor de afaceri între țările care formează o uniune monetară este considerată o pre-condiție necesară în perspectiva adoptării monedei unice (Mongelli, 2002). Dacă ciclurile economice ale țărilor care formează o uniune monetară nu sunt sincronizate, o politică monetară comună nu poate stabiliza toate economiile simultan. În condițiile unei politici monetare unice, un stat care se află într-o fază a ciclului de afaceri distinctă comparativ cu a celorlalte țări din uniune se poate confrunta cu politici restrictive, atunci când se află în recesiune, sau cu politici monetare laxe, atunci când se afla în expansiune (politica monetară în ambele situații va fi nepotrivită, pro-ciclică). Din perspectiva teoriei ZMO este de preferat ca o țară care are un ciclu de afaceri considerabil nesincronizat cu cel al statelor ce formează o uniune monetară să amâne adoptarea monedei comune.

3.2.1.1. Estimarea ciclurilor de afaceri

În cadrul acestei analize au fost utilizate metode univariate de extragere a ciclurilor de afaceri, metode care descompun PIB real într-o componentă trend și o componentă ciclică. Ciclurile de afaceri au fost extrase pe baza a patru filtre: filtrul Hodrick-Prescott (HP)⁹⁷, filtrul

⁹⁶ Pentru detalii vezi Capitolul 1.

⁹⁷ Pentru a utiliza filtrul HP am stabilit o valoare de 1600 pentru coeficientul de netezire lambda, al cărui rol este de a penaliza accelerarea componentei trend relativ la componenta ciclică a PIB.

Band Pass (BP)⁹⁸, filtrul trendului pătratic (QT)⁹⁹ și analiza componentelor principale (PCA)¹⁰⁰. Cele trei filtre univariate utilizate împreună cu prima componentă principală a acestora au fost folosite pentru a determina ciclurile de afaceri în România, Cehia, Polonia, Ungaria, dar și în state ale actualei zone euro considerate state-nucleu (Germania, Franța, Austria, Olanda, Italia) și state periferice ale acesteia (Spania, Portugalia, Grecia). A fost utilizată seria de date a PIB în prețuri constante (milioane de euro) cu bază fixă anul 2010, iar perioada analizată a fost 2000:Q1-2015:Q4¹⁰¹.

Tabel 3.19: Determinarea varianței prin Metoda Componentelor Principale

	Ponderile celor trei metode pentru PC1				Ponderea varianței PC1 în total	Ponderea varianței PC1 și PC2 în total	Coeficienții de corelație dintre ciclurile de afaceri		
	HP	BP	QT				BP/HP	BP/QT	HP/QT
Cehia	0,38	0,27	0,34		88,62%	99,30%	0.83	0.69	0.95
Polonia	0,45	0,35	0,18		73,01%	94,36%	0.79	0.38	0.98
România	0,39	0,25	0,35		85,78%	98,91%	0.78	0.62	0.93
Ungaria	0,42	0,24	0,32		79,79%	98,38%	0.83	0.68	0.92
Franța	0,36	0,30	0,32		92,81%	99,36%	0.91	0.80	0,94
Italia	0,36	0,30	0,32		92,01%	99,5%	0,91	0,77	0,94
Belgia	0,36	0,30	0,33		92,88%	99,45%	0,90	0,80	0,96
Germania	0,34	0,31	0,34		97,27%	99,71%	0,94	0,93	0,99
Olanda	0,36	0,30	0,32		92,35%	99,41%	0,90	0,79	0,95
Austria	0,35	0,29	0,34		93,86%	99,15%	0,89	0,85	0,97
Spania	0,3	0,32	0,38		88,32%	99,34%	0,75	0,84	0,93
Portugalia	0,36	0,31	0,32		93,03	99,69%	0,92	0,80	0,95
Grecia	0,41	0,22	0,36		83,60%	98,86%	0,73	0,87	0,94
ZE	0,36	0,30	0,32		92,69%	99,51%	0,75	0,44	0,87

Sursa: calculele autorilor

Succesiunea perioadelor de decalaj recesionist și inflaționist a ciclurilor de afaceri din Germania, Franța, Italia, Spania, Austria și Olanda, precum și sincronizarea acestora cu ciclurile de afaceri ale ZE în perioada 2000-2015 sunt reprezentate în graficul de mai jos (Grafic 3.10.). ZE a fost în decalaj recesionist încă de la introducerea monedei euro, până la începutul anului 2006. După 2006, contextul internațional, dar și măsurile adoptate în cadrul uniunii au determinat intrarea ZE în decalaj expansionist, care a durat până la începutul anului 2008. Criza financiară internațională a afectat însă ZE începând cu anul 2008, economia UEM trecând de la un decalaj de producție inflaționist la unul recesionist în trimestrul II din 2009, ZE continuând să producă sub potențial până în 2011.

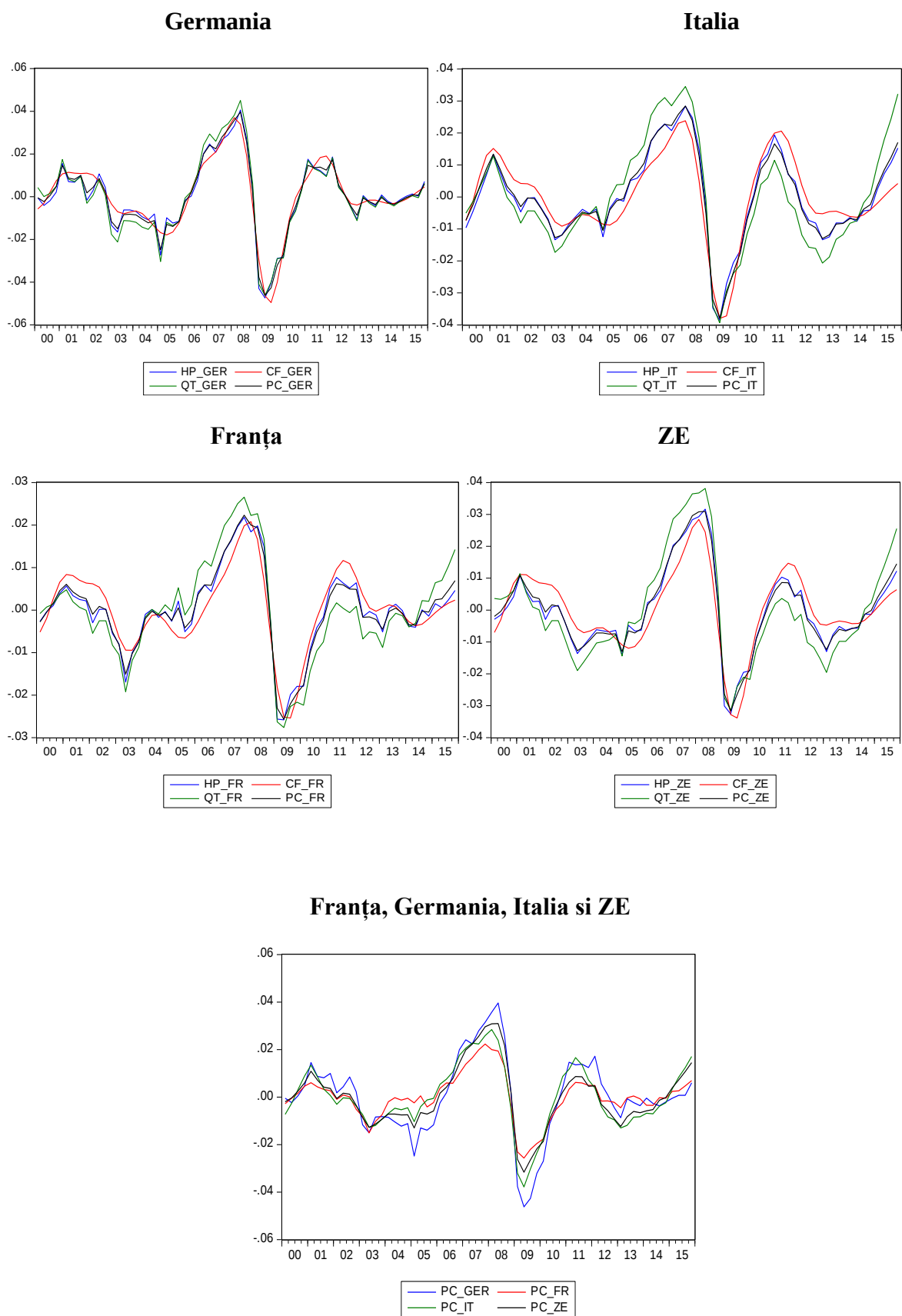
⁹⁸ În ceea ce privește determinarea componentei ciclice a PIB pe baza încadrării în banda de frecvențe, am folosit filtrul Chirstiano-Fitzgerald (Band Pass). Având în vedere că acest filtru permite extragerea ciclului de afaceri în funcție de gradul de integrare I(0), respectiv I(1) al seriilor de date, înainte de utilizarea acestuia a fost testată staționaritatea seriilor de date a PIB.

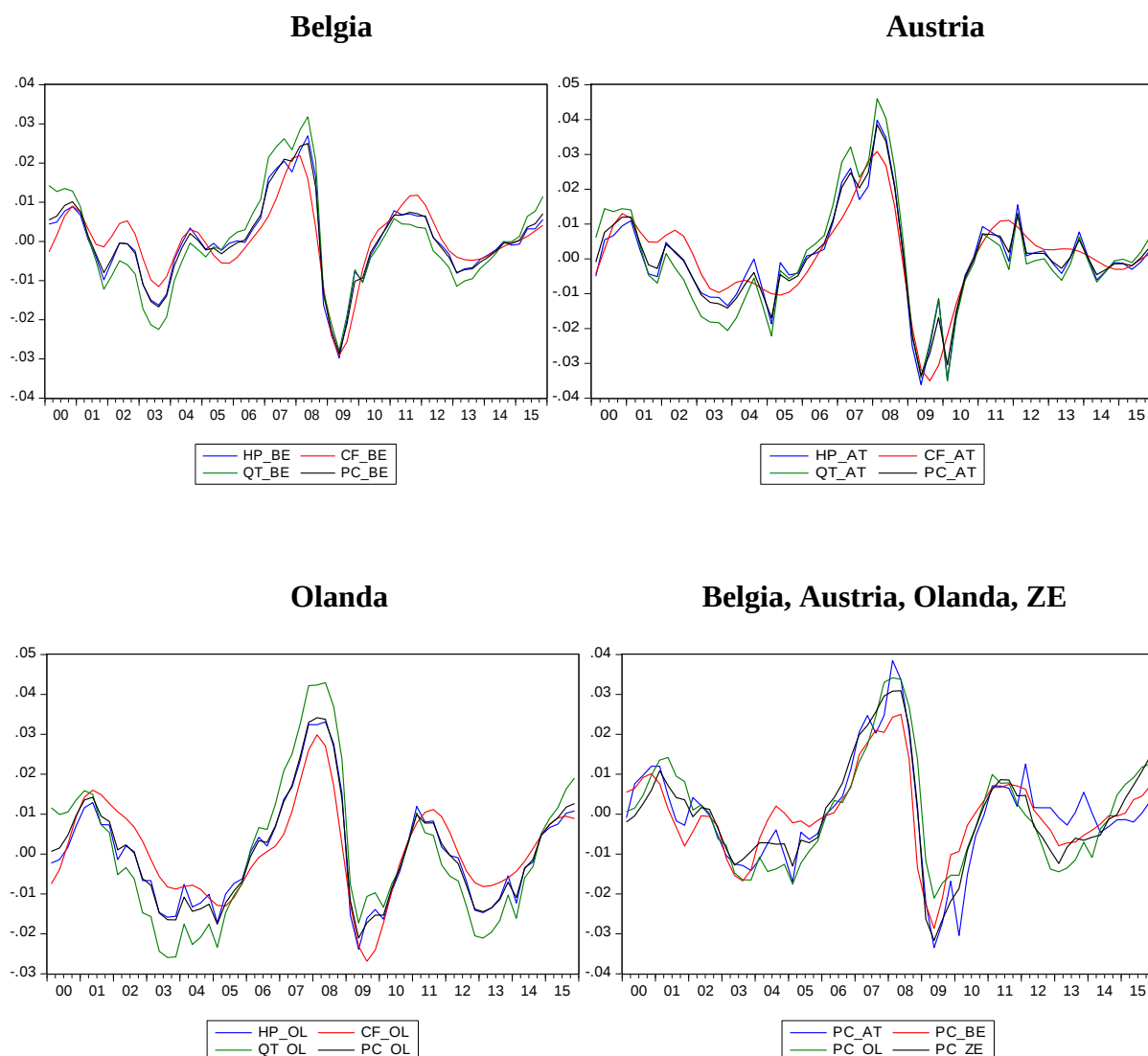
⁹⁹ Pentru a determina ciclul de afaceri prin metoda trendului pătratic, am estimat o ecuație în care logaritmul PIB depinde de trend și de trendul pătratic și am calculat reziduuul regresiei.

¹⁰⁰ Obiectivul acestei metode este identificarea factorilor comuni întâlniți în ciclurile de afaceri extrase pe baza celor trei metode anterioare (pentru detalii, vezi anexele de la Capitolul 3).

¹⁰¹ seriile de date au fost desezonalizate și logaritmuate.

Grafic 3.10: Ciclurile de afaceri ale celor mai importante economii ale zonei euro





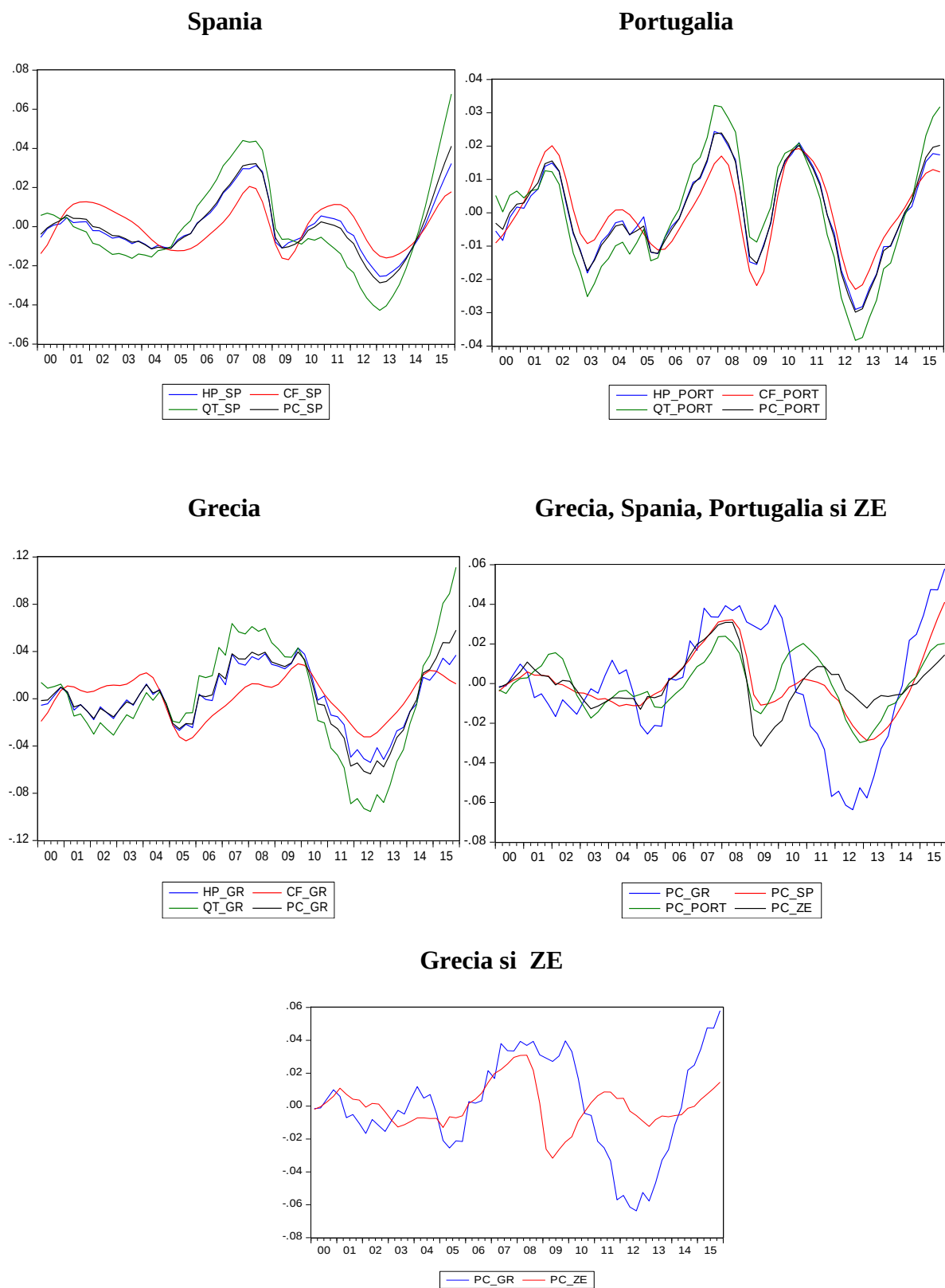
Sursa: calculele autorilor

În Grafic 3.11. sunt reprezentate ciclurile de afaceri ale statelor periferice din ZE (Spania, Portugalia, Grecia). În perioada analizată, dintre țările periferice ale ZE, Spania a înregistrat cel mai ridicat nivel de sincronizare cu ciclul de afaceri al UEM¹⁰², în timp ce Portugalia și în mod special Grecia au fost cel mai puțin sincronizate cu restul statelor din uniunea monetară. Diferențele semnificative de sincronizare între decalajele de producție în cazul Greciei față de ZE în ansamblu se pot vedea în Grafic 3.11. După declanșarea crizei, pe lângă decalajele de dezvoltare inițiale față de media ZE, economiile periferice s-au confruntat suplimentar cu probleme de stabilitate macroeconomică¹⁰³. Dacă în Germania și Franța măsurile de consolidare fiscală post-criză au generat relansarea acestor economii, în țările periferice aceste măsuri au amânat/adâncit relansarea economică a acestora. În graficul de mai jos se poate observa divergența persistentă dintre ciclurile de afaceri între Grecia și ZE, dar și diferența între sincronizarea ciclurilor de afaceri dintre statele nucleu și ZE și statele periferice și ZE.

¹⁰² Mai puțin perioada 2011-2013, în care s-a înregistrat un decalaj recesionist persistent în ciuda tuturor măsurilor economice luate de decidenții macro-economiști la nivel național.

¹⁰³ În mod special ne referim aici la deficite publice ridicate și nesustenabile, datorii mari ale sectorului guvernamental.

Grafic 3.11: Ciclurile de afaceri ale țărilor din periferia zonei euro

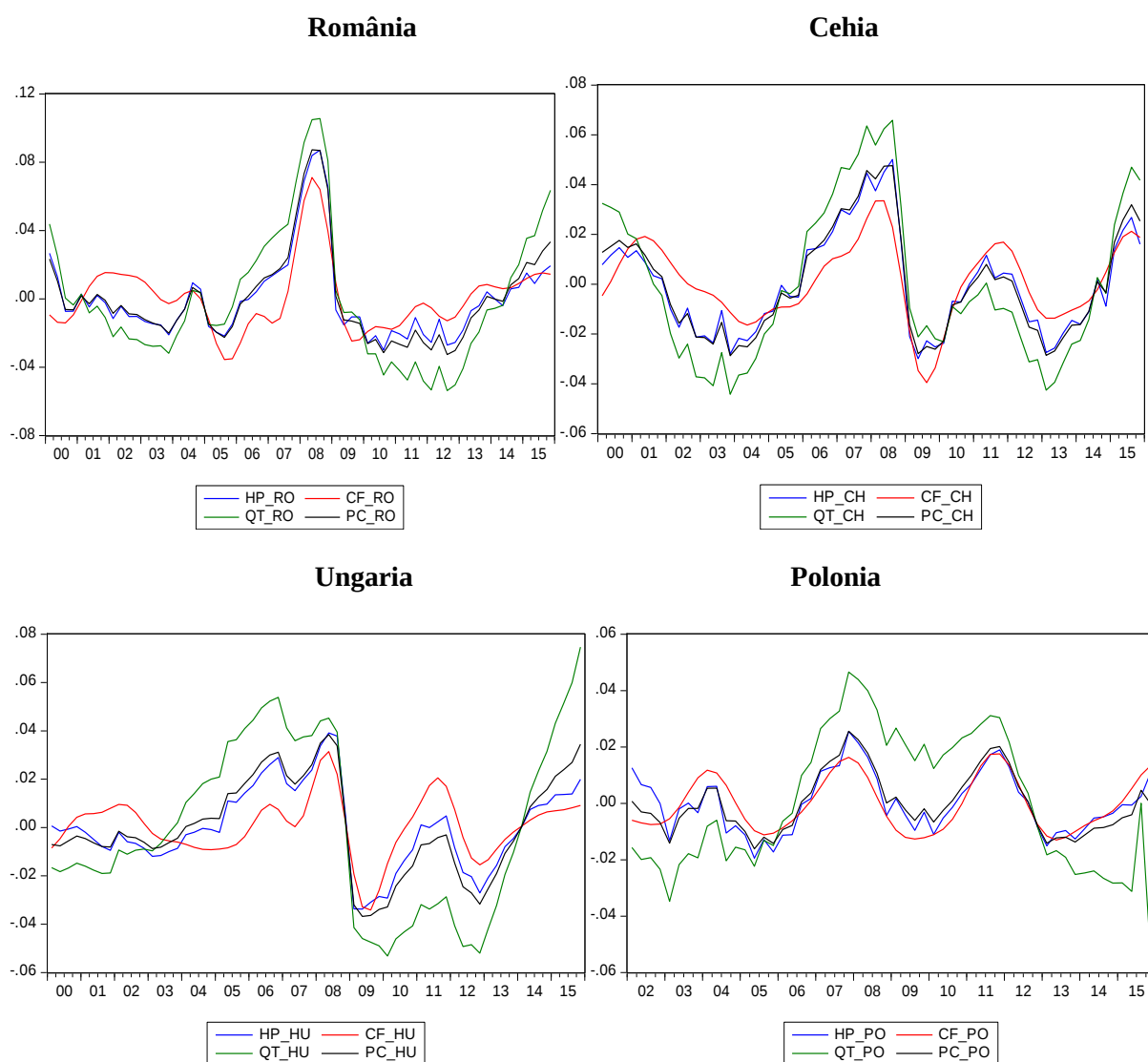


Sursa: calculele autorilor

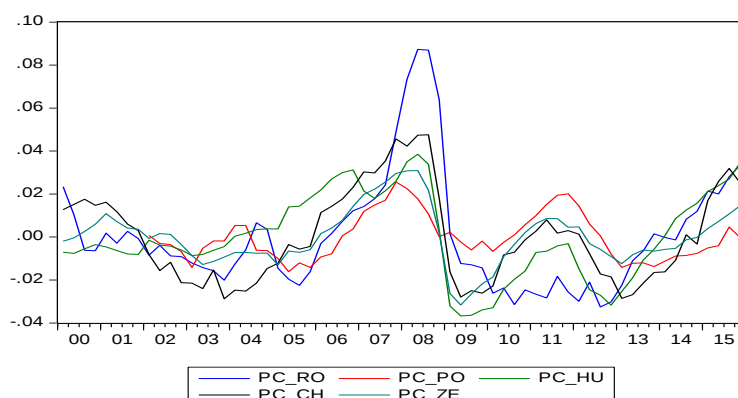
În ceea ce privește grupul statelor ECE diferențele din interiorul acestuia sunt semnificative, fiind mai mari decât cele întâlnite în cadrul grupurilor analizate anterior. Conform

ciclului de afaceri determinat pe baza indicelui consensual (consensus index), România a înregistrat timp de două trimestre ale anului 2004 un decalaj de producție pozitiv, spre deosebire de Cehia care a înregistrat decalaje negative constante începând din Q1 2002, până în Q4 2005 inclusiv. Polonia în schimb a avut două trimestre de decalaj pozitiv în 2004, decalate însă față de România, în timp ce Ungaria a avut decalaje recesioniste începând cu Q1 2001 până în Q3 2003, după care a început să producă peste potențial, situația menținându-se până în 2009 Q1.

Grafic 3.12: Ciclurile de afaceri în statele ECE



România, Cehia, Ungaria, Polonia



Sursa: calculele autorilor

După intrarea în UE, economiile ECE au beneficiat de fluxuri de capitaluri semnificative, care au generat, în majoritatea cazurilor¹⁰⁴ supra-încălzirea aproximativ în același interval de timp. Simetric însă, intrarea în criză a generat ieșiri semnificative de capitaluri și, odată cu asta, creșterea expunerii statelor ECE la șocurile externe generate de criză; acestea au început să producă din nou sub potențial începând cu anul 2009, ca urmare a efectelor de contagiune ale crizei. Efectele crizei au fost resimțite însă în cazul Cehiei și Ungariei începând cu 2009Q1, în timp ce în România și Polonia șocul extern a fost decalat cu un trimestru (Q2 2009).

Eterogenitatea acestor state ECE se poate vedea și analizând volatilitatea ciclului de afaceri: în România aceasta a fost de 2,8%, comparabilă cu cea a Cehiei (2,2%), a Ungariei (2%), însă cu mult peste cea a Poloniei (1,06%) și mai mult decât dublu față de cea a ZE (1,3%). Nu în ultimul rând, aceste state sunt diferite din punct de vedere al capacitații de ajustare și relansare economică, cât și a factorilor ce au generat această relansare, motiv pentru care ieșirea din decalajul de producție recesionist s-a produs la momente diferite.

Tabel 3.20: Volatilitatea ciclurilor de afaceri

Țări	Volatilitatea ciclului de afaceri
ZE	1,3%
Germania	1,7%
Italia	1,4%
Franța	1%
Austria	1,4%
Olanda	1,3%
Belgia	1%
Spania	1,6%
Portugalia	1,4%
Grecia	3,1%
România	2,8%
Cehia	2,2%
Ungaria	2%
Polonia	1%

¹⁰⁴ cu excepția Poloniei.

3.2.1.2. Estimarea gradului de sincronizare dintre ciclurile de afaceri

Pentru a evalua gradul de sincronizare a ciclurilor de afaceri între țările analizate și ZE am utilizat mai multe metodologii care surprind aspecte privind corelația statistică¹⁰⁵, lag-ul de transmisie dintre ciclurile de afaceri între țări, persistența ciclurilor de afaceri, precum și gradul de concordanță dintre acestea. Coeficienții de corelație Pearson și Spearman¹⁰⁶ dintre ciclurile de afaceri naționale au fost calculați atât pentru întreaga perioadă cât și pe cele două sub-perioade (2000:1-2007:4 și 2008:1-2015:4), utilizând patru forme ale ciclurilor de afaceri. Rezultatele obținute confirmă o corelație foarte ridicată între ciclurile de afaceri ale statelor din nucleul ZE și ciclul de afaceri al întregii UEM¹⁰⁷ (Tabel 3.27). Dintre economiile periferice ale ZE, Spania a fost cea mai corelată cu ZE din punct de vedere a ciclurilor de afaceri¹⁰⁸. În schimb, ciclul de afaceri al Portugaliei a fost corelat în proporție de cel mult 70% cu ZE, în timp ce Grecia a fost cea mai divergentă economie a UEM.

În ceea ce privește statele ECE, economia Cehiei a fost de departe cea mai corelată cu cea a ZE cu valori înregistrate între 80 și 93%, valori superioare celor înregistrate în cazul Portugaliei, de exemplu. Polonia și Ungaria au înregistrat valori relativ asemănătoare, în timp ce România a manifestat cel mai scăzut grad de corelație dintre statele ECE analizate (41% și 76%). Astfel, potrivit teoriei ZMO, România ar avea cel mai mult de pierdut în urma renunțării la politica monetară proprie, mai ales că nu dispune de mecanisme interne alternative cursului de schimb suficient de puternice pentru a ajusta potențialele șocuri asimetrice.

Tabel 3.21: Corelația ciclurilor de afaceri cu ZE

	HP	BP	QT	PC1	HP	BP	QT	PC1
	Pearson Correlation				Spearman Correlation			
România	0.63	0.51	0.76	0.63	0.53	0.41	0.67	0.53
Cehia	0.88	0.93	0.89	0.88	0.90	0.91	0.88	0.90
Polonia	0.82	0.82	0.89	0.79	0.75	0.83	0.80	0.71
Ungaria	0.81	0.93	0.68	0.74	0.73	0.90	0.64	0.62
Franța	0.94	0.97	0.93	0.95	0.89	0.94	0.89	0.90
Germania	0.95	0.98	0.87	0.94	0.92	0.98	0.81	0.92
Italia	0.96	0.96	0.96	0.96	0.94	0.94	0.96	0.96
Austria	0.90	0.95	0.88	0.92	0.81	0.92	0.84	0.85
Belgia	0.89	0.91	0.90	0.90	0.82	0.85	0.86	0.85
Grecia	0.22	0.01	0.53	0.26	0.12	0.10	0.51	0.27
Spania	0.79	0.79	0.82	0.78	0.84	0.80	0.79	0.82
Portugalia	0.66	0.65	0.70	0.66	0.70	0.66	0.70	0.71

¹⁰⁵ Pentru a evalua gradul de sincronizare a ciclurilor economice am utilizat coeficientul de corelație Pearson, una dintre cele mai utilizate măsuri ale gradului de dependență liniară dintre două serii; pentru a analiza tendința ciclurilor de a evolua în aceeași direcție, am calculat coeficientul de corelație Spearman.

¹⁰⁶ Coeficientul de corelație Pearson poate lua valori între -1 și 1, prima corespunzând unei perfecte deplasări în sensuri diferite a celor două variabile, cea de-a doua unei tendințe perfecte a acestora de a evolua în același sens. În cazul unei valori apropiate de zero, nu există o legătură liniară între ciclurile de afaceri. Coeficientul Spearman reprezintă o măsură non-parametrică a corelației dintre două variabile ordinare, luând valori între -1 și 1.

¹⁰⁷ Trei dintre cele mai importante economii din așa zisul nucleu (Germania, Franța și Italia) au un coeficient de corelație care ia valori între 93% și 99%.

¹⁰⁸ Coeficienții de corelație luând valori între 79 și 84%.

Sursa: calculele autorilor

Analiza pe sub-perioade a fost calculată în funcție de momentul declanșării crizei financiare la nivel mondial. Perioadele analizate au fost 2000Q1-2000Q4 respectiv 2008Q1-2015Q4, utilizând toate cele patru metode descrise anterior (HP, BP, QT, PC). Dacă în cazul primelor trei metode rezultatele pot fi ușor diferite (dar asemănătoare ca tendința), rezultatele coeficienților de corelație determinate pe baza indicelui consensus sunt mult mai asemănătoare. În majoritatea statelor analizate sincronizarea ciclurilor de afaceri (excepție făcând Ungaria și Belgia) a scăzut după declanșarea crizei, intensitatea corelării acestora fiind însă semnificativ diferită pe grupele de state analizate. Acest lucru este într-o mare măsură explicabil, având în vedere că șocul s-a transmis diferit în cadrul grupurilor analizate (atât ca timp, cât și ca intensitate), după cum și momentul relansării post-criză a fost diferit. Din perspectiva teoriei ZMO, putem concluda că, ZE este un grup de state eterogene, unde nesincronizarea ciclurilor de afaceri a îngreunat sarcina politicii monetare unice de ajustare a economiei uniunii monetare în ansamblul său.

Tabel 3.22: Corelația ciclurilor de afaceri cu ZE utilizând sub-perioade

	HP (P)	HP (S)	HP (P)	HP (S)	BP (P)	BP (S)	BP (P)	BP (S)	QT (P)	QT (S)	QT (P)	QT (S)	PC1 (P)	PC1 (S)	PC1 (P)	PC1 (S)
	2000:1- 2007:4		2008:1- 2015:4		2000:1- 2007:4		2008:1- 2015:4		2000:1- 2007:4		2008:1- 2015:4		2000:1- 2007:4		2008:1- 2015:4	
RO	0,74	0,72	0,62	0,39	0,52	0,42	0,54	0,40	0,87	0,83	0,73	0,50	0,79	0,71	0,62	0,37
CZ	0,87	0,85	0,89	0,91	0,92	0,90	0,93	0,91	0,91	0,90	0,85	0,82	0,83	0,80	0,76	0,77
PL	0,75	0,67	0,70	0,77	0,57	0,48	0,79	0,88	0,91	0,82	0,68	0,71	0,81	0,61	0,62	0,65
HU	0,63	0,57	0,89	0,84	0,84	0,78	0,94	0,92	0,45	0,26	0,81	0,83	0,52	0,38	0,84	0,84
GE	0,94	0,92	0,95	0,91	0,98	0,97	0,99	0,98	0,92	0,87	0,84	0,79	0,96	0,91	0,94	0,89
OL	0,94	0,95	0,93	0,94	0,96	0,95	0,95	0,93	0,93	0,94	0,91	0,91	0,94	0,96	0,94	0,95
AT	0,91	0,84	0,75	0,75	0,96	0,94	0,95	0,79	0,93	0,93	0,85	0,78	0,94	0,93	0,90	0,74
BE	0,82	0,71	0,93	0,91	0,80	0,73	0,96	0,94	0,89	0,86	0,92	0,87	0,84	0,92	0,94	0,92
FR	0,93	0,92	0,95	0,89	0,95	0,91	0,98	0,93	0,94	0,88	0,94	0,91	0,94	0,92	0,96	0,89
IT	0,96	0,93	0,96	0,97	0,95	0,94	0,96	0,94	0,96	0,95	0,98	0,98	0,97	0,97	0,96	0,97
SP	0,96	0,91	0,72	0,77	0,81	0,80	0,79	0,83	0,97	0,94	0,76	0,61	0,97	0,94	0,70	0,76
PG	0,76	0,75	0,62	0,67	0,72	0,73	0,62	0,65	0,83	0,79	0,67	0,68	0,78	0,77	0,63	0,71
GR	0,71	0,5	0,06	0,12	0,37	0,23	0,32	0,29	0,86	0,71	0,44	0,46	0,74	0,50	0,13	0,25

Sursa: calculele autorilor

Mai mult decât atât, acest lucru arată că, deși inițial economiile ZE erau destul de sincronizate între ele, șocul determinat de criza internațională a afectat gradul de sincronizare a acestora, scoțând în evidență și alte criterii suplimentare necesar a fi îndeplinite ex ante - lag-ul/lead-ul cu care se transmite același șoc în economii diferite, capacitatea proprie de ajustare post-șoc, structura propriei economii, etc. Toți acești factori contribuie la scăderea gradului de corelare a economiilor, chiar dacă ab inițio acestea au avut un grad de sincronizare ridicat.

3.2.1.3. Corelația încrucișată și gradul de concordanță dintre ciclurile de afaceri

Corelația statistică poate fi calculată pe baza unor valori contemporane¹⁰⁹ sau decalate cu anumite laguri. Din punctul de vedere al teoriei zonelor monetare optime este mai utilă analiza corelației contemporane dintre ciclurile de afaceri, indiferent de natura relației dintre economiile

¹⁰⁹ Precum coeficientul de corelație Pearson sau Spearman.

care formează o uniune monetară. Cu cât corelația contemporană cu țările care fac parte din nucleul ZE va fi mai ridicată, cu atât politica monetară unică a BCE va avea un impact mai simetric asupra țărilor membre, crescând astfel beneficiile apartenenței la UEM. Cu ajutorul metodei corelației încrucișate (cross correlation) am determinat numărul de trimestre de avans/de întârziere (lead/lag-ul)¹¹⁰ corespunzător căruia corelația dintre ciclurile de afaceri a doua state este cea mai ridicată¹¹¹. O măsură adițională de evaluare a gradului de sincronizare a ciclurilor de afaceri este și estimarea indicelui de concordanță¹¹². Conform rezultatelor obținute, ciclurile de afaceri ale statelor din UEM, mai puțin Grecia, nu au avut niciun lag/lead relativ la ZE, ceea ce corespunde unei sincronizări ridicate ale acestor economii. România și Grecia sunt singurele state care au avut cicluri de afaceri decalate cu un trimestru față de ciclul din ZE.

Tabel 3. 23: Estimarea gradului de sincronizare prin măsuri suplimentare

	RO	CH	PO	HU	FR	DE	AT	BE	SP	PG	GR
Corelația maximă Lead/Lag	0.70	0.88	0.67	0.74	0.95	0.94	0.92	0.88	0.78	0.66	0.26
	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Indicator de concordanță	0.6	0.76	0.71	0.62	0.95	0.92	0.94	0.89	0.80	0.75	0,56
Persistență număr de ani în care un șoc de o unitate rămâne peste 0,5	0,90 1,5	0,91 1,5	0,88 1,25	0,94 2,25	0,89 1	0,87 1	0,85 0,75	0,87 1	0,95 2,75	0,92 1,5	0,96 3

Sursa : calculele autorilor

Pe de altă parte, după cum se poate observa în Tabelul 3.29, concordanța ciclului economic al statelor ECE cu cel al ZE este compatibilă cu cea determinată de gradul de corelare ciclică. Deși România înregistrează unul dintre cele mai scăzute valori pentru acest indicator (doar Grecia are un grad de concordanță ceva mai scăzut, în rest toate celelalte state înregistrează valori superioare), totuși, potrivit literaturii de specialitate, valoarea indicatorului de concordanță este suficient de ridicată pentru a afirma că există o concordanță din punct de vedere al fazelor ciclului economic cu ZE. În ceea ce privește efectul în timp al unui șoc, acesta depinde de persistența sa asupra economiei naționale. Persistența a fost cuantificată prin numărul de ani în care efectul unui șoc dinspre ZE persistă peste nivelul de 0,5¹¹³.

¹¹⁰ Corelațiile lag/lead se referă întârzierea/avansul pentru care corelația dintre ciclurile economice este cea mai ridicată. Din perspectiva teoriei ZMO, este necesar ca valoarea maximă a corelației să se înregistreze contemporan. O corelație maximă pentru o valoare pozitivă a lead/lag-ului evidențiază faptul că ciclul de afaceri al unui stat îl precede pe cel al altuia, iar decalajul este egal cu mărimea lag-ului; o valoare negativă pentru lead/lag semnifică faptul că ciclul de afaceri al unui stat este în avans față de ciclul de afaceri al altui stat, avansul fiind egal cu mărimea lead-ului.

¹¹¹ Dacă lead/lag-ul ia valoarea 0 asta înseamnă corelație contemporană maximă, ceea ce ar fi ideal prin prisma teoriei ZMO.

¹¹² Indicele, construit de Harding și Pagan (2005) pe baza unei abordări binare, reflectă măsura în care două economii s-au aflat în aceeași fază a ciclului de afaceri. Când indicele ia valoarea 1, atunci spunem ca acestea s-au aflat în aceeași fază a ciclului de afaceri de a lungul întregii perioade analizate; când ia valoarea 0, atunci s-au situat numai în faze diferite ale decalajului de producție. Evidențele empirice indică faptul ca un coeficient de peste 0,5 corespunde unei concordanțe semnificative între ciclurile de afaceri ale economiilor analizate.

¹¹³ Persistența șocului a fost estimată utilizând modele autoregresive specifice pentru fiecare țară în parte. Potrivit literaturii de specialitate, atunci când gradul de persistență al ciclurilor economice în cadrul unui grup de țări este similar, atunci sincronizarea ciclurilor economice crește.

În studiul „Empirical analysis of business cycle synchronization and shock similarity between Romania and the euro zone”, Bojeșteanu și alții analizează convergența ciclica și structurala prin prisma gradului de simetrie a șocurilor de cerere și de ofertă față de cele din ZE. Estimările arată că România a înregistrat un grad ridicat de simetrie a șocurilor de ofertă cu cele din ZE¹¹⁴, în timp ce în cazul șocurilor de cerere nu se identifică corelații semnificative¹¹⁵. În cadrul statelor ECE, România ocupă o poziție favorabilă din punct de vedere al gradului de simetrie a șocurilor de ofertă, comparabilă cu Ungaria sau Cehia, însă studiul nu a identificat o simetrie a șocurilor de cerere față de uniunea monetară. Din acest punct de vedere, Ungaria sau Cehia par a fi mai pregătite să adopte euro decât Romania. (Bojeșteanu și alții, 2011).

3.2.2. Gradul de deschidere a economiei și integrarea comercială

Diferențele dintre țări există, însă problema este în ce măsură acestea sunt relevante, astfel încât prezența lor să împiedice realizarea cu succes a unei uniuni monetare. Gradul de integrare comercială cu uniunea monetară influențează semnificativ felul în care sunt corelate șocurile, precum și gradul de sincronizare a ciclurilor economice. Felul în care se manifestă această influență este un subiect controversat în teoria integrării monetare europene. Frankel și Rose (1998) au susținut că țările cu cele mai strânse relații economice tind să aibă o mai mare concordanță a ciclurilor de afaceri și au afirmat că accentuarea integrării datorită unificării monetare (ipoteza endogenității criteriilor ZMO) va duce la sincronizarea mai bună a ciclurilor economice și la apropierea de statutul de zonă monetară optimă.

Pe de altă parte, există și o altă ipoteză (Krugman, 1993) conform căreia integrarea comercială și financiară este însoțită de specializarea țărilor participante în cadrul unei uniuni monetare, ceea ce poate conduce la o structură economică puțin diversificată, predispusă a fi afectată de șocurile dinspre oferta. Drept rezultat, ciclurile lor de afaceri vor deveni slab corelate. Potrivit acestei ipoteze, pe măsură ce gradul de deschidere a economiei crește, fiecare țară se va specializa în producerea acelor bunuri și servicii pentru care dețin un avantaj comparativ (Socol A., 2009).

Majoritatea studiilor de specialitate, dar și evidențele empirice post-criză identifică însă o relație pozitivă între integrarea comercială și gradul de sincronizare a ciclurilor economice¹¹⁶. În tabelul următor sunt prezentați următorii doi indicatori: gradul mediu de deschidere a economiei¹¹⁷ și ponderea comerțului cu UE28 în total comerț internațional, calculată atât ca medie pe întreaga perioadă analizată, cât și pe sub-perioade¹¹⁸. Din punct de vedere al gradului de deschidere a economiei¹¹⁹, România are din nou poziția cea mai defavorabilă din cadrul statelor analizate, cu

¹¹⁴ Coeficientul de corelație de 54,17 %, perioada analizată este 2000-2010.

¹¹⁵ coeficient de -9,83%.

¹¹⁶ Trebuie menționat însă că legătură pozitivă este determinată în mare măsură de relațiile comerciale realizate în special în cadrul acelorași sectoare industriale. În plus, cele mai multe dintre aceste studii analizează aceste relații în cazul statelor dezvoltate, ceea ce nu garantează aceleași efecte în cazul statelor mai puțin dezvoltate, precum statele ECE.

¹¹⁷ Calculat ca raport dintre exporturi și importuri totale ale unei țări și PIB, exprimate în prețuri curente.

¹¹⁸ Au fost luate în considerare cele două subperioade funcție de anul declanșării crizei financiare internaționale.

¹¹⁹ Toate statele ECE analizate în această lucrare sunt economii deschise, de dimensiuni relativ reduse, toate fiind influențate în mod semnificativ de fazele ciclului economic din ZE.

numai 75% față de 125% în cazul Cehiei sau chiar 148% în cazul Ungariei. Singura poziție comparabilă cu a României este cea a Poloniei, relativ asemanatoare, de 78%.

Tabel 3.24: Indicatori ai comerțului internațional în statele ECE

Țări	Grad mediu de deschidere a economiei (2000-2015)	Pondere medie a comerțului cu UE28 (2000-2015)	Pondere medie a comerțului pe subperioade (2000-2008)	Pondere medie a comerțului pe subperioade (2008-2015)
România	75%	65%	63%	63%
Cehia	125%	81%	82%	78%
Ungaria	148%	68%	68%	67%
Polonia	78%	64%	64%	63%

Sursa: Eurostat, calculele autorilor

Din punct de vedere al intensității comerciale cu statele europene, în România, 65% din comerțul internațional se desfășoară cu parteneri europeni, poziție foarte asemănătoare Poloniei, care înregistrează o pondere de 64% din totalul relațiilor sale comerciale. Cehia a înregistrat în perioada analizată cea mai mare pondere a relațiilor comerciale cu UE28 (81%), în timp ce Ungaria a înregistrat în medie o pondere mai mică decât Cehia (68%), dar mai mare decât România sau Polonia. Analiza datelor pe sub-perioade arată că România a fost singura țară unde ponderea comerțului cu statele europene a rămas constantă, în cazul celorlalte state analizate aceasta scăzând după declanșarea crizei financiare internaționale în 2008. În concluzie, gradul relativ redus de deschidere a economiei României nu avantajează țara noastră din perspectiva integrării în ZE, în vreme ce intensitatea relativ redusă a schimburilor comerciale cu statele europene poate însemna o influență mai mică a relațiilor comerciale asupra gradului de sincronizare a ciclurilor de afaceri cu ZE.

3.2.3. Convergența structurală a statelor membre din Europa Centrală și de Est cu zona euro

Potrivit lui Darvas și Szapary (2004), analiza structurii sectoriale a PIB este importantă pentru a stabili modul în care o economie va reacționa la anumite șocuri, ceea ce va influența și corelația ciclurilor de afaceri. Acest lucru se întâmplă deoarece atâta timp cât există structuri economice diferite, atunci vor exista răspunsuri diferite la șocuri comune. Cu cât o economie are o structură sectorială¹²⁰ mai similară cu cea a ZE, cu atât crește probabilitatea manifestării unor șocuri mai simetrice pe latura ofertei, iar costurile renunțării la moneda națională vor scădea. Prin urmare, creșterea gradului de convergență structurală/existența unei mase critice de convergență structurală *înainte* de intrarea unui stat în uniunea monetară constituie o condiție pentru reducerea probabilității manifestării unor șocuri asimetrice, asigurând în același timp și creșterea corelației ciclurilor de afaceri cu economiile integrate monetar.

¹²⁰ măsurată pe baza ponderilor valorii adăugate brute

În cadrul acestei analize am evaluat gradul de convergență structurală a țărilor ECE cu ZE utilizând trei indicatori - indicele Landesmann¹²¹, indicele Krugman¹²², și indicatorul asimetriei structurale¹²³. Rezultatele arată că de-a lungul perioadei analizate economiile ECE au parcurs un proces semnificativ de modificare structurală, în sensul compatibilizării acestora cu cea existentă la nivel european. Deși diferit ca intensitate, aceasta compatibilizare a constat în primul rând în reducerea contribuției agriculturii la formarea PIB, tendința de reducere a proporției industriei, dar și majorarea contribuției serviciilor la formarea valorii adăugate brute la nivel național.

Gradul de convergență structurală a României cu ZE euro a fost analizat pe baza clasificării NACE10, care presupune împărțirea economiei în zece sectoare de activitate. Rezultate obținute arată că România are cea mai diferită structură a economiei comparativ cu ZE, în special din cauza ponderii agriculturii, industriei dar și a serviciilor. În România, contribuția agriculturii la formarea valorii adăugate brute s-a redus în anul 2015 comparativ cu anul 2000 cu cca 60%¹²⁴, însă rămâne în continuare de 3 ori mai mare față de ZE, de 10 ori mai mare față de Germania și mult mai mare față de statele ECE¹²⁵. Sectorul industriei s-a menținut relativ constant în structura economiei românești de-a lungul întregii perioade, în 2015 fiind aproape dublu față de Germania și cu 35% mai mare față de ZE.

Conform indicelui Krugman (Tabelul 3.25), în România perioada de expansiune economică nu a condus la scăderea divergenței structurale¹²⁶, în timp ce intrarea în recesiune a condus la accentuarea acesteia la nivelul de aproximativ 53% în 2011¹²⁷, stabilizându-se în jurul valorii de 40% în perioada 2012-2015. Valori relativ mari ale divergenței structurale față de ZE întâlnim și în cazul Cehiei, însă mai mici decât în cazul economiei românești. Distanța structurală relativă în cazul Cehiei a fluctuat în jurul valorii de 35% în perioada 2000-2013, pentru ca în 2014 și 2015 să atingă pragul de 40%. De asemenea, conform indicatorului Krugman, diferențe structurale față de ZE exista și în cazul Poloniei și Ungariei, semnificativ mai mici însă față de cazul României. Rezultatele nu sunt foarte diferite nici dacă urmărim indicele asimetriei

¹²¹ Indicele Landesmann compară ponderea principalelor 10 sectoare ale economiilor (conform clasificării NACE) în total valoare adăugată a statului pretendent și statul de referință, în cazul nostru ZE. Indicele ia valori între 0 și 1, cu cât este mai aproape de 0 cu atât convergența structurală este mai mare între economiile analizate. Indicele

Landesmann = $\sqrt{\sum_{k=1}^n (s_{k,i} - s_{k,ZE})^2} * s_{k,i} / 100$, unde $s_{k,i}$ reprezintă ponderea sectorului k în valoarea adăugată a țării i și $s_{k,ZE}$ ponderea sectorului k în valoarea adăugată a ZE.

¹²² Propus de Krugman, acest indice evidențiază distanța structurală dintre structurile sectoriale a două țări. Astfel

indicele Krugman $i/ZE = \sum_{k=1}^n abs(s_{k,i} - s_{k,ZE})$, unde $s_{k,i}$ reprezintă ponderea sectorului k în valoarea adăugată a țării i și $s_{k,ZE}$ ponderea sectorului k în valoarea adăugată a ZE. Indicele ia valoarea 0 (similaritate perfectă) și 1 (divergență maximă).

¹²³ Se calculează ca deviație standard a structurii economice a unei țări comparativ cu media ZE. Cu cât valoarea acestui indice este mai redusă, cu atât structură sectorială țării analizate este mai similară cu cea a ZE. indicatorul

asimetriei structurale = $\sqrt{\sum_{k=1}^n (s_{k,i} - s_{k,ZE})^2}$, unde $s_{k,i}$ reprezintă ponderea sectorului k în valoarea adăugată a țării i și $s_{k,ZE}$ ponderea sectorului k în valoarea adăugată a ZE.

¹²⁴ De la o pondere de 12% în 2000 la 4,8% în 2015.

¹²⁵ Aproape dublu față de Polonia și Cehia, și cu 33% mai mare decât cea a Ungariei.

¹²⁶ Mai degrabă a stagnat undeva în jurul valorii de 45%.

¹²⁷ Altfel spus există o distanță relativă de 46 puncte procentuale între valorile adăugate ale României și cele ale ZE.

structurale, structura economică a României rezultând a fi destul de divergentă fata de cea a ZE, progresele înregistrate în ultimii 15 ani fiind puțin semnificative din acest punct de vedere.

Tabel 3.25: Convergența structurală cu zona euro

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CZ	Indicele Krugman	32,2	33	30	28,7	32,7	33,2	34,7	34,5	32,7	33,6	32,2	34,5	35,1	35,9	40,5	40,1
	Indicele Landesmann	0,13	0,13	0,12	0,11	0,13	0,13	0,14	0,14	0,13	0,14	0,13	0,14	0,15	0,15	0,17	0,18
	Indicele asimetriei structurale	12,6	13,6	12,1	11,9	14,1	14,5	15,4	15,4	14,9	15,1	14,4	15,3	15,8	16	18,3	18,1
HU	Indicele Krugman	19,2	18,2	16,1	20	21,3	20,9	21,5	22	21,5	22,9	24,6	25,7	26,8	27,2	29,1	28,8
	Indicele Landesmann	0,06	0,06	0,05	0,07	0,07	0,08	0,08	0,07	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,11	0,12
	Indicele asimetriei structurale	7,3	7,1	6,4	7,3	8,2	8,4	8,8	8,8	8,6	9,2	9,8	10,1	10,6	10,9	11,9	12,4
PL	Indicele Krugman	27,9	26,5	25,7	24,4	27,4	28,5	29,5	28,9	30,1	35,5	33,9	35	37,3	35,4	36	37,6
	Indicele Landesmann	0,10	0,9	0,9	0,8	0,9	0,10	0,10	0,10	0,10	0,13	0,13	0,12	0,13	0,12	0,13	0,13
	Indicele asimetriei structurale	11,1	9,8	9,8	9,4	10,1	10,6	10,9	10,9	10,1	12,9	12,4	12,6	13,5	13,2	13	13,5
RO	Indicele Krugman	37	46,4	46,1	42,4	46,2	44,3	45,2	39,8	44	44,8	50,6	52,8	39,8	42	40,3	37,5
	Indicele Landesmann	0,12	0,16	0,16	0,14	0,16	0,15	0,15	0,13	0,14	0,15	0,19	0,20	0,14	0,15	0,15	0,13
	Indicele asimetriei structurale	15,6	19	18,1	16,6	18,3	16	15,9	13,6	14,8	15,9	18,8	20	15,4	15,9	15,2	13,9

Sursa: calcule proprii

În ceea ce privește convergența celorlalte state ECE, rezultatele arată că dintre statele analizate Ungaria înregistrează cea mai redusă divergență structurală față de ZE pe întreaga perioadă (2000-2015). Cu toate că divergența structurală a crescut semnificativ de la doar 19,2% în anul 2000 la 28,8% în 2015, totuși valorile sunt mult mai mici decât în cazul celorlalte state analizate. Polonia, de exemplu, înregistra încă din anul 2000 o divergență de aproape 28%, pentru ca în 2015 să ajungă deja la cca 38%. În Cehia divergența sectorială de-a lungul aceleiași perioade a fost superioară atât Poloniei, cât și Ungariei, mai mică însă decât în cazul României. În 2000 economia cehă avea o structură divergentă față de cea a ZE în proporție de numai 32,2%, ajungând în 2015 la 40%¹²⁸.

O cauză importantă a decalajelor structurale a economiile ECE față de ZE constă în slaba contribuție a serviciilor la formarea valorii adăugate în aceste țări¹²⁹, dar și slaba contribuție a serviciilor financiare¹³⁰. Pe de altă parte, România înregistrează cea mai mare pondere a agriculturii în valoarea adăugată brută (8,6% în medie față de doar 1,8% media în ZE în perioada 2000-2015, 0,8% Germania, 2,5% Cehia, 3,1% Polonia, 4,4% Ungaria).

Tabel 3.26: Gradul mediu de similaritate structurală a producției economice (NACE6)

pondere medie în total VAB% 2000-2015

	Agricultura	Industrie	Construcții	Servicii publice	Servicii financiare	Comerț
ZE	1,8	20,3	5,7	18,7	5	19,1
RO	8,6	28,3	8,5	11,6	3	18,8
HU	4,4	26	4,9	17,8	4,1	18
CH	2,5	31	6,3	14,8	3,8	19,5
PO	3,1	24,9	7,9	15,3	4,1	25,7
GER	0,8	25,7	4,3	17,5	4,6	16,2
FR	1,9	15,3	5,7	21,9	4	18,1
IT	2,3	19,8	5,5	16,8	5,2	20,6

Sursa: Eurostat, calculele autorilor

Privind din altă perspectivă, este importantă nu atât amplitudinea decalajului dintre ponderea fiecărui sector în totalul valorii adăugate brute față de economia ZE, ci, mai ales dinamica ponderii acestor sectoare, tendința acestora, modul în care au evoluat aceste diferențe în timp. Din acest punct de vedere, se pot observa îmbunătățiri - de exemplu în sectorul agriculturii, unde ponderea în total valoare adăugată brută a scăzut de la 12% în anul 2000 la 4,8% în 2015 în cazul României.

În plus, trebuie spus și că existența unor divergențe structurale ale statelor ECE comparativ cu ZE nu are o semnificație negativă în sine. Dimpotrivă, dezvoltarea mai mare a unor sectoare relativ la ZE (industria, de exemplu) poate ajuta în condiții defavorabile, cum a fost cazul României în situația declanșării crizei. Pe de altă parte, o piață financiară subdezvoltată în România a redus semnificativ din impactul contagiunii crizei, ceea ce explică și lag-ul cu care s-a transmis șocul în țara noastră. Mai mult, chiar dacă convergența structurală reprezintă o condiție justă a trecerii la o monedă unică, trebuie să fim în aceeași măsură

¹²⁸ Ceea ce este de menționat aici ca element de îngrijorare este dinamica acestui indicator de-a lungul perioadei, respectiv tendința constantă de creștere a divergenței structurale vis-a-vis de ZE în cazul tuturor statelor analizate.

¹²⁹ În medie o pondere de 10,3% în ZE în perioada analizată, Germania 10,8%, Franța 12,5%, Ungaria 8,4%, Polonia 6,9%, 6,5% în cazul Cehiei și doar 4,8% în cazul României)

¹³⁰ 3% în cazul României față de 5% în ZE, 4,1% în cazul Poloniei și Ungariei și 3,8% în medie în cazul Cehiei

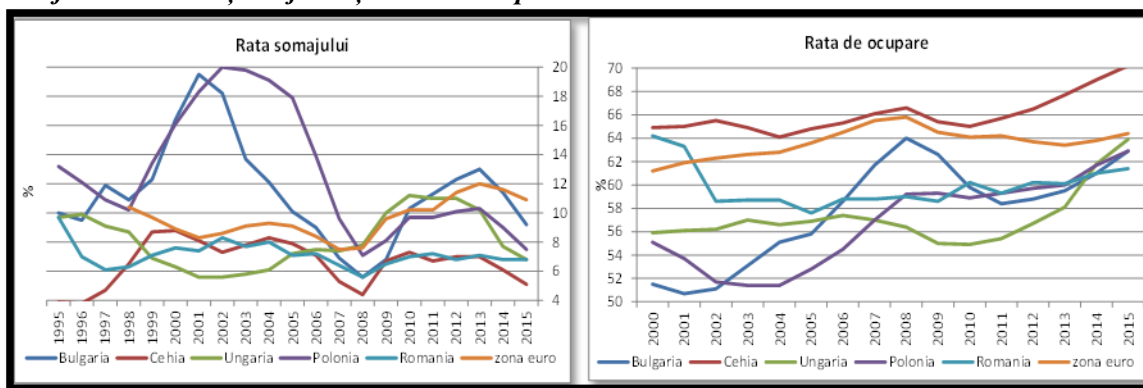
conștienți că anumite decalaje între economiile ECE și ZE vor persista mult timp de acum înainte, fie datorită diferențelor de dezvoltare, fie poziției geografice pur și simplu specificului specializării acestora. Motiv pentru care momentul aderării unui stat la ZE nu trebuie să fie dependent de compatibilizarea deplină a acestuia cu ZE, ci mai curând de atingerea unei mase critice de convergență structurală menită să-i asigure acestuia centura de siguranță necesară fenomenelor specifice uniunilor monetare.

Potrivit teoriei ZMO, existența unor diferențe structurale foarte mari și persistente între structura economiei românești și cea a ZE constituie un argument solid în defavoarea adoptării monedei unice. Cel puțin nu atât timp cât România nu deține mecanisme alternative de ajustare a șocurilor asimetrice (flexibilitatea pieței muncii, integrare comercială, integrare financiară, politică fiscală eficientă în funcția de stabilizare).

3.2.4. Flexibilitatea pieței muncii

Conform teoriei ZMO, flexibilitatea pieței muncii este unul din cele mai importante mecanisme de ajustare la șocuri. De dozajul ajustării prin salarii, număr de locuri de muncă sau timp lucrat depinde împărțirea poverii efectelor șocurilor negative. Dacă ajustarea are loc prin scăderi de salarii sau a timpului lucrat prin păstrarea locului de muncă atunci povara ajustării este mai uniform distribuită în societate față de situația când ajustarea are loc prin distrugerea de locuri de muncă și povara cade pe cei care și-l pierd și pe bugetul de stat prin mărirea cheltuielilor cu ajutorul de șomaj. În România ajustarea a fost echilibrată la șocul indus de criza financiară internațională. Rata șomajului în comparație cu ECE s-a situat la niveluri moderate (Grafic 3.13), iar rata de ocupare comparabilă cu cea din Polonia, Ungaria și Bulgaria, dar mult sub valorile atinse în ZE și Cehia. Rata șomajului pe termen lung a fost la nivelul Cehiei în întreaga perioadă după 2008, valorile înregistrate fiind cele mai mici din ECE (Tabel A3.3). În comparație cu ECE atât șomajul cât și rata de ocupare au avut o volatilitate scăzută, indicând pe de o parte că dinamica numărului de șomeri, a populației ocupate și a populației în vârstă de muncă au fost pozitiv corelate, și sugerând pe de altă parte că dinamica salariilor au preluat parte din nevoile de ajustare ale pieței muncii.

Grafic 3.13: Rata șomajului și rata de ocupare în statele ECE

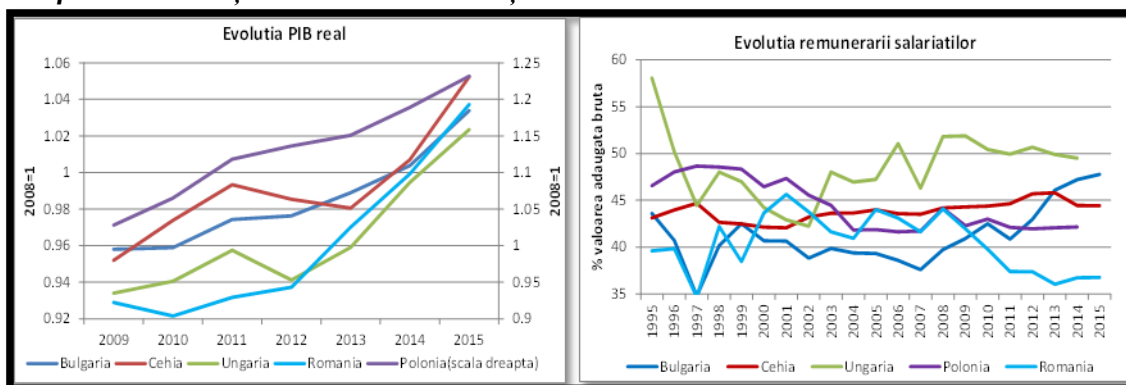


Sursa: Eurostat

În urma șocului opririi fluxurilor de capital după 2008, România a intrat într-o recesiune de doi ani urmată de o revenire de 6 ani, astfel că în 2014 PIB în termeni reali a revenit la nivelul din 2008 (Grafic 3.14). Cu excepția Poloniei care nu a intrat în recesiune, celelalte țări au avut un parcurs asemănător României. O trăsătură proprie a României a fost modul de ajustare a

distribuirii valorii adăugate brute între salariați și capital în defavoarea salariaților¹³¹. Ponderea remunerării salariaților¹³² în valoarea adăugată brută a scăzut de la 44% în 2008 la 37% în 2015.

Grafic 3.14: Evoluția remunerării salariaților



Sursa: AMECO

Dinamica remunerării salariaților a scăzut puternic în 2010 față de 2008 cu 19.4% și apoi a crescut cu 14.9% în 2015 față de 2010, astfel că în 2015 remunerarea salariaților a fost cu 7.4% mai mică decât în 2008¹³³ (Grafic 3.15). În timpul recesiunii 60% din declin s-a datorat scăderii remunerării/salariat și restul datorită scăderii numărului de salariați. Creșterea ulterioară s-a datorat în proporție de 80% creșterii remunerării per salariat și 20% creșterii numărului de salariați. Astfel că, pentru întreaga perioadă, ajustarea a fost aproape egal împărțită între partea extensivă (cantitativă) și cea intensivă (calitativă). Evoluția sectoarelor a fost diferită, atât pe partea extensivă cât și pe partea intensivă. În recesiune s-au distrus locuri de muncă în toate sectoarele, iar în revenire s-au creat locuri de muncă doar în servicii și agricultură. Pe partea intensivă, remunerarea per salariat s-a micșorat în recesiune și s-a redresat în perioada de refacere în toate sectoarele cu excepția agriculturii. În agricultura evoluția remunerării per salariat a crescut în perioada de recesiune și a scăzut în perioada de refacere. Dacă reducerea de salarii, impusă ca măsură de austeritate în sectorul bugetar în 2010, a fost restaurată în 2012, în sectorul privat nu s-a întâmplat așa. Sectorul privat a rămas și cu mai

¹³¹ Pierderea puterii de negociere a salariaților poate fi explicată de intrarea în vigoare a legii Dialogului social (62/2011) care a limitat puterea sindicatelor (ponderea salariaților membrii de syndicate în total salariați a scăzut de la 35.6% în 2008 la 19.8% în 2013) și a redus drastic ponderea salariaților cu salarii rezultate în urma negocierilor colective de la 98% în 2008 la 35% începând cu 2011 conform Biroului Internațional al Muncii.

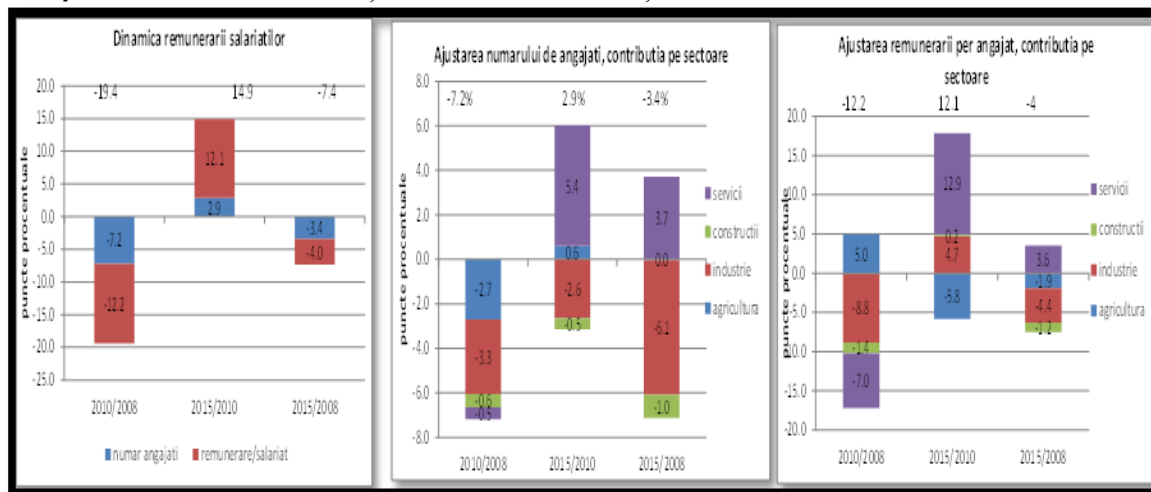
¹³² Remunerarea salariaților este definită în contabilitatea națională din punct de vedere al angajatorului cuprinzând salariile și indemnizațiile brute precum și cotizațiile sociale în sarcina angajatorilor (CAS și contribuția la fondul de șomaj).

¹³³ Calculele care au stat la baza graficelor au fost făcute utilizând datele privind remunerarea salariaților în prețuri curente în echivalent euro și numărul de salariați. Descompunerea dinamicii remunerării salariaților (R) în contribuția dinamicii numărului de salariați (e) și contribuția remunerării per salariat (r) a fost calculată pe baza formulei de mai jos, unde i reprezintă sectorul și 1 denotă perioada finală pentru care se calculează dinamica și 0 perioada inițială. Prima componentă a formulei reprezintă contribuția dinamicii numărului de salariați, iar a doua componentă contribuția remunerării per salariat (r).

$$\frac{R_1}{R_0} = \frac{\sum_{i=1}^n r_{i1}(e_{i1} - e_{i0})}{R_0} - \frac{\sum_{i=1}^n e_{i0}(r_{i1} - r_{i0})}{R_0}$$

puține locuri de muncă și cu remunerarea per salariat mai mică față de 2008. Comparativ cu 2008 în 2015 au fost cu câte 300 mii mai puțini salariați și lucrători pe cont propriu. Această pierdere a rezultat în creșterea șomerilor cu 28 mii, restul de mai bine de o jumătate de milion de persoane au ieșit din populația activă fie au migrat, fie au rămas în țară ca inactivi sau ca activi pe piața neagră.

Grafic 3.15: România: evoluția remunerării salariaților

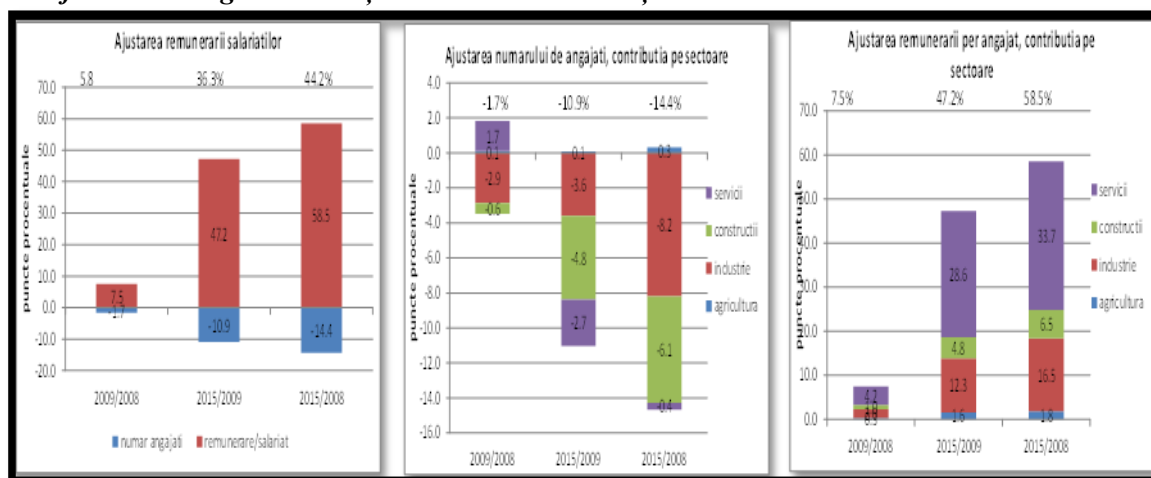


Sursa: calcule proprii pe baza datelor AMECO

În Bulgaria a avut loc o creștere semnificativă a remunerării/salariat inclusiv în recesiune și o scădere a locurilor de muncă în perioada de revenire (Grafic 3.16). Polonia a fost un caz aparte unde creșterea remunerării salariaților s-a datorat în principal creșterii remunerării per salariat și mai puțin pe seama creșterii locurilor de muncă (Grafic 3.19).

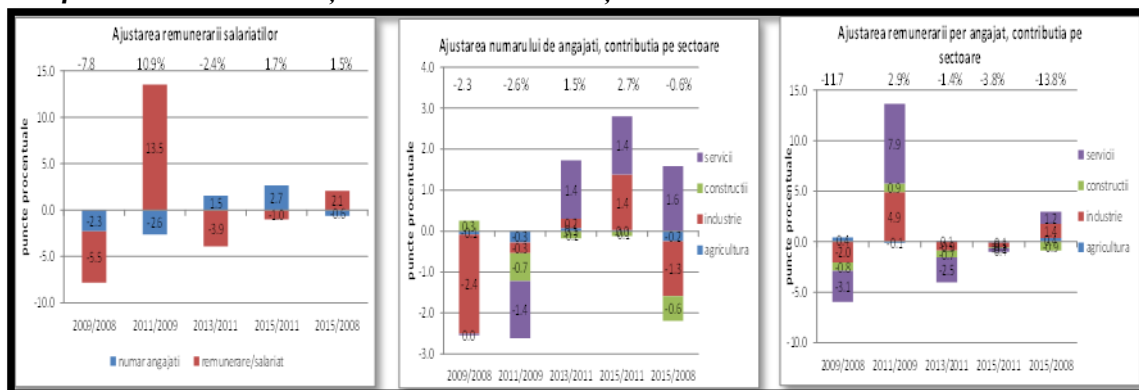
În Cehia și Ungaria recesiunea a avut două episoade per total perioada însă ajustarea remunerării salariaților a fost diferită. În Cehia a fost pe seama creșterii remunerării per salariat și cu o ușoară scădere a locurilor de muncă (Grafic 3.17). În Ungaria a avut loc o scădere puternică a locurilor de muncă compensată într-o mică măsură de creșterea remunerării/salariat (Grafic 3.18).

Grafic 3.16: Bulgaria: evoluția remunerării salariaților



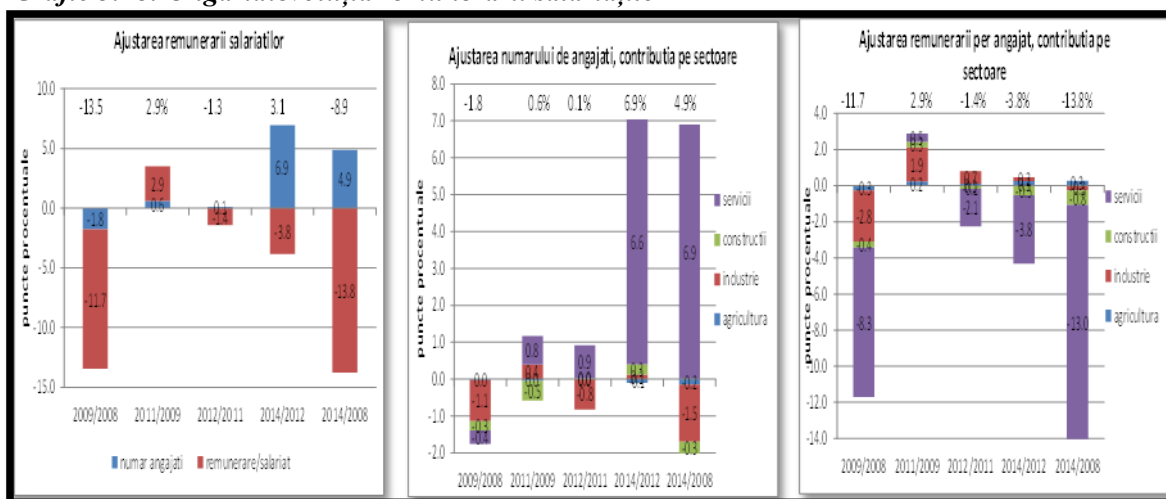
Sursa: calcule proprii pe baza datelor AMECO

Grafic 3.17: Cehia: evoluția remunerării salariaților



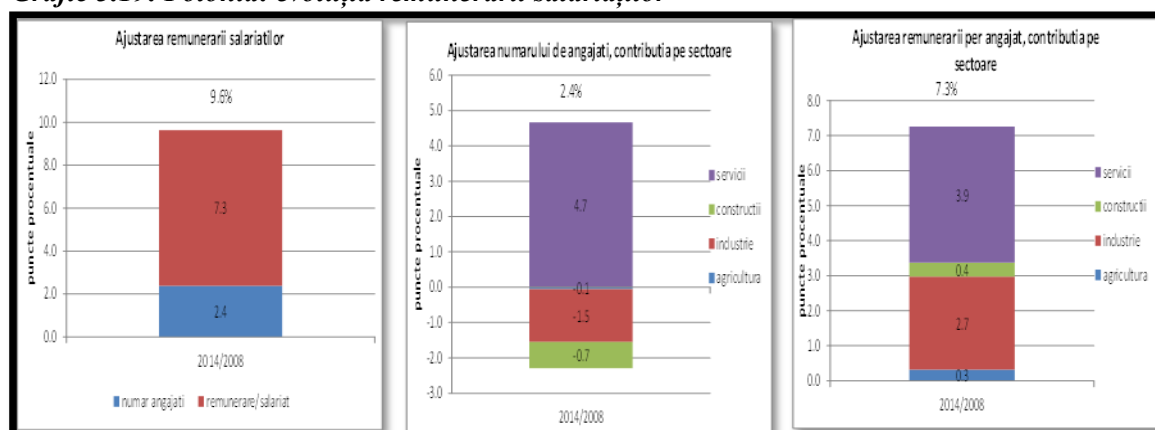
Sursa: calcule proprii pe baza datelor AMECO

Grafic 3.18: Ungaria: evoluția remunerării salariaților



Sursa: calcule proprii pe baza datelor AMECO

Grafic 3.19: Polonia: evoluția remunerării salariaților

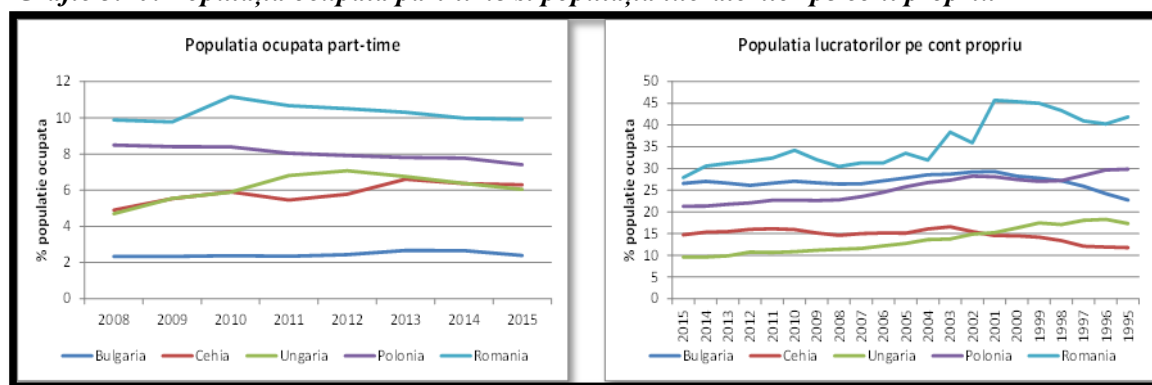


Sursa: calcule proprii pe baza datelor AMECO

Ajustarea remunerării salariaților la criză ar părea să indice o mare flexibilitate a pieței muncii din România în comparație cu celelalte state ECE. Reducerea remunerării per salariat în perioada de recesiune a fost o combinație de efecte și anume de depreciere a leului în raport cu euro (cu 14% între 2010 și 2008), de reducere a numărului de ore lucrate per salariat cu 1% în industrie, cu 11% în construcții și de reducere a salariilor brute în sectorul bugetar. Astfel în sectorul privat reducerea remunerării s-a bazat pe reducerea timpului lucrat și nu pe reducerea efectivă a remunerării pe oră lucrată. În plus aproape 60% din salariații care și-au pierdut locurile de muncă au devenit lucrători pe cont propriu al căror venituri sunt incluse în excedentul brut de exploatare.

Flexibilitatea pieței muncii din România se datorează ponderii relativ ridicate a angajaților cu program parțial (part-time) și a ponderii ridicate a lucrătorilor pe cont propriu în total populație ocupată (Grafic 3.20). Iar lentoarea creării locurilor de muncă poate avea drept cauză și faptul că România are cea mai mică pondere a angajatorilor din rândul lucrătorilor pe cont propriu de numai 6% în 2014 aceeași ca și în 2000 (CE, 2015) față de 20% în Cehia, 23% în Polonia, 33% în Bulgaria și 49% (cea mai mare valoare în EU) în Ungaria.

Grafic 3.20: Populația ocupată part-time și populația lucrătorilor pe cont propriu



Sursa: AMECO, Eurostat

Salariul minim a crescut susținut din 2013, astfel că a ajuns să reprezinte 43% din salariul mediu brut pe economie în iulie 2016. Cu toate acestea ca pondere în remunerarea pe salariat se situează sub nivelul din Bulgaria, Polonia și Ungaria depășind doar nivelul Cehiei în 2015 (TabelA3.4). Un studiu al FMI (2016) asupra evoluției salariilor minime arată că în România distribuția salarială a devenit mai egală în ultimul deceniu datorită creșterii salariului minim real astfel că raportul între zecimea de salariați cu salariul cel mai mic și zecimea de salariați cu salariul cel mai mare a scăzut de la 21.2 ori în 2007 la 13.1 ori în 2016. Se estimează că 45% din salariați câștigau salariul minim în 2016 comparativ cu 30% în 2007. Trei lecții importante derivă din studiu. Prima este că România în mare măsură și-a consumat spațiul de rezervă în ceea ce privește creșterea salariului minim, deoarece se consideră că un nivel adecvat ar fi cuprins între 25-50% din salariul mediu. A doua lecție este că o creștere în continuare a salariului minim se va transpune în creșterea salariului mediu și aceasta va afecta competitivitatea exporturilor intensive în muncă. A treia este că o creștere în continuare a salariului minim ar putea duce la creșterea economiei subterane.

În România, rata de activitate¹³⁴ s-a îmbunătățit în perioada 2008-2015 ca și în cazul celorlalte țări ECE (Tabel 3.27). În România precum și în Bulgaria creșterea a fost datorată

¹³⁴ Se calculează ca raport între populația activă în vârstă de 15-64 ani și populația de aceeași vârstă.

reducerii mai rapide a populației în vârstă de muncă decât a populației active. În cazul Poloniei și Ungariei creșterea a avut loc și datorită creșterii populației active.

Tabel 3.27: Rata de activitate a grupei de vârstă 15-64 ani

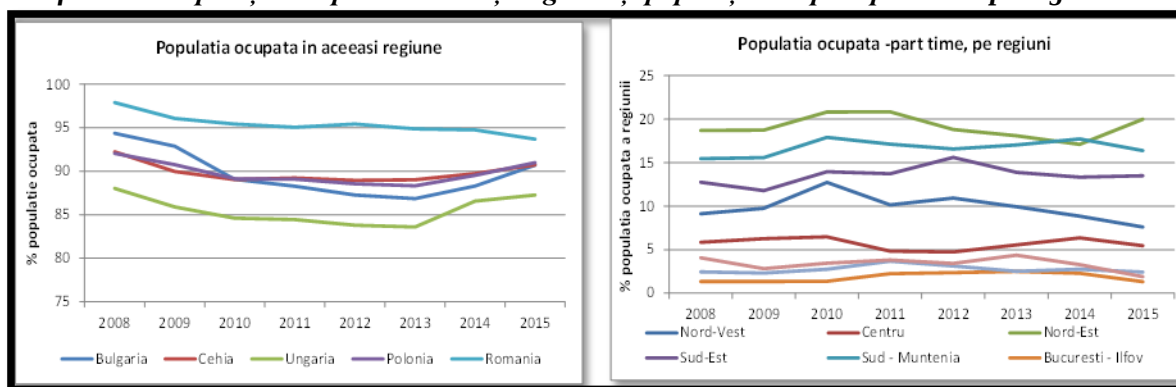
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bulgaria	67.8	67.2	66.7	65.9	67.1	68.4	69.0	69.3
Cehia	69.7	70.1	70.2	70.5	71.6	72.9	73.5	74.0
Ungaria	61.2	61.2	61.9	62.4	63.7	64.7	67.0	68.6
Polonia	63.8	64.7	65.3	65.7	66.5	67.0	67.9	68.1
România	62.9	63.1	64.9	64.1	64.8	64.9	65.7	66.1

Sursa: Eurostat

3.2.4.1. Mobilitatea internă a forței de muncă

Discrepanțe între ratele șomajului între regiuni indică o slabă mobilitate a forței de muncă între regiuni. Iar evoluția coeficientului de variație a ratei șomajului pe regiuni indică evoluția discrepanței între regiuni (Tabel A3.5). România a avut o discrepanță regională a ratei șomajului medie comparativ cu celelalte țări din ECE în 2008, dar crescătoare după 2010 devenind cea mai ridicată din regiune în 2015. Această stare de fapt indică o accentuare a dezechilibrului între oferta și cererea de forță de muncă regională și slaba mobilitate între regiuni. Evoluția nu este surprinzătoare având în vedere trei caracteristici ale populației ocupate care reduce mobilitatea: ponderea mare a lucrătorilor pe cont propriu în total populație ocupată majoritar în agricultură, ponderea mare a populației ocupate care are locul de muncă în aceeași regiune și ponderea mare a contractelor parțiale de muncă (part time) care nu sunt tentante pentru a determina mișcarea dintr-o regiune în alta ci mai degrabă stimulează emigrarea. La aceasta se adaugă numărul mare de proprietari de locuințe și slaba dezvoltare a pieței locuințelor de închiriat, care frânează schimbarea reședinței în zone unde ar exista cerere de forță de muncă.

Grafic 3.21: Populația ocupată în aceeași regiune și populația ocupată part-time pe regiuni



Sursa: Eurostat

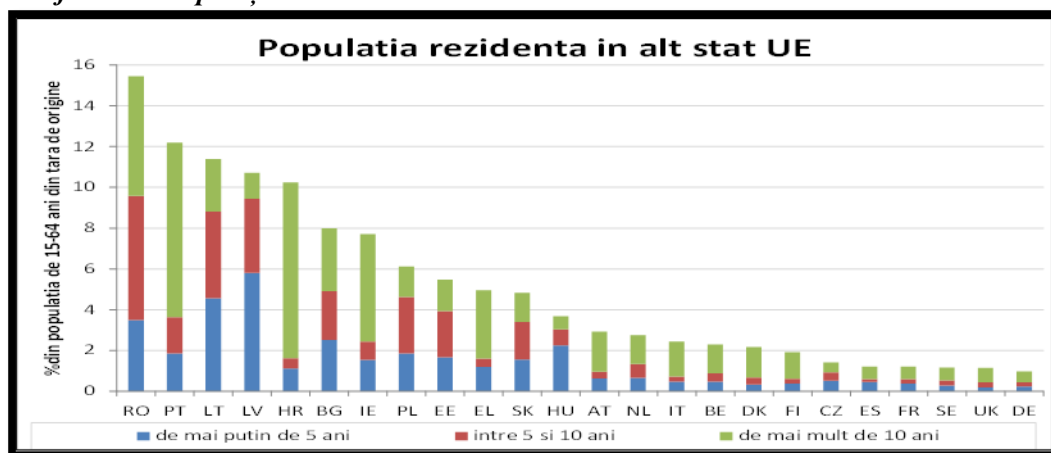
3.2.4.2. Mobilitatea internațională a forței de muncă

Populația după domiciliu (din actul de identitate) a fost de 22.3 milioane la iulie 2014. Populația rezidentă, cea care avea reședința obișnuită pe teritoriul României de cel puțin 1 an a fost de 19.98 milioane la 1 iulie 2013. Diferența dintre cele două populații de 2.3 mil persoane care nu locuiesc în reședința din România de mai mult de 1 an poate reprezenta o aproximare a numărului emigranților români, cca 10% din populația după domiciliu. Această aproximare

este apropiată de cea calculată de CE (2016), care spune că 15.4% din populația în vârstă de muncă a României, în jur de 2,1mil persoane, în 2014 trăia în alt stat membru al UE (Grafic 3.22).

Cu această populație România are cea mai mare rata de mobilitate internațională, aproape dublă față de Bulgaria, de 2.5 ori mai mare față de Polonia, de 4,2% mai mare față de Ungaria și de 11 ori mai mare față de Cehia. Migrația si-a pierdut din intensitate după criză, doar 22% din totalul celor plecați sunt plecați de mai puțin de 5 ani, restul se distribuie aproape în mod egal între cei care au plecat în perioada 2004-2009 și cei care au plecat înainte de 2004.

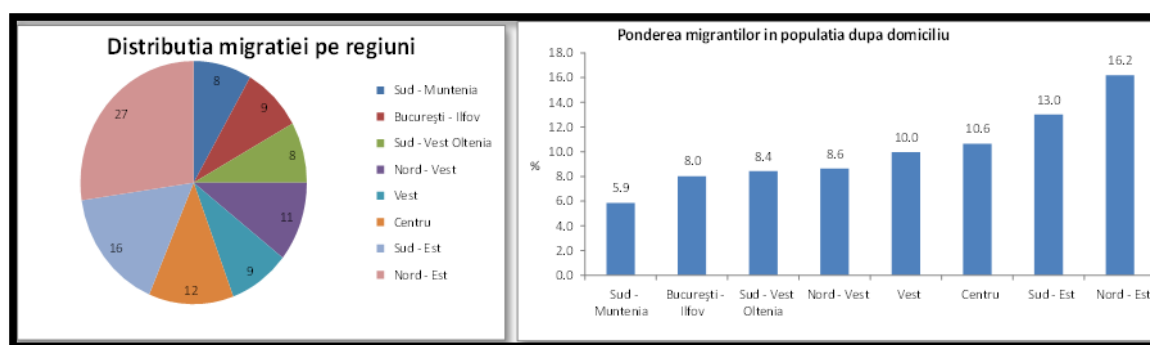
Grafic 3.22: Populația rezidentă în alt stat UE



Sursa: Graficul 22 din Raportul CE(2016)

Distribuția în teritoriu arată că 43% din emigranții romani provin din regiunile NE și SE, 23% provin din regiunile Centru și NV și 34% provin din regiunile S, București-Ilfov, SV,V (Grafic 3.23).

Grafic 3.23: Distribuția migrației pe regiuni



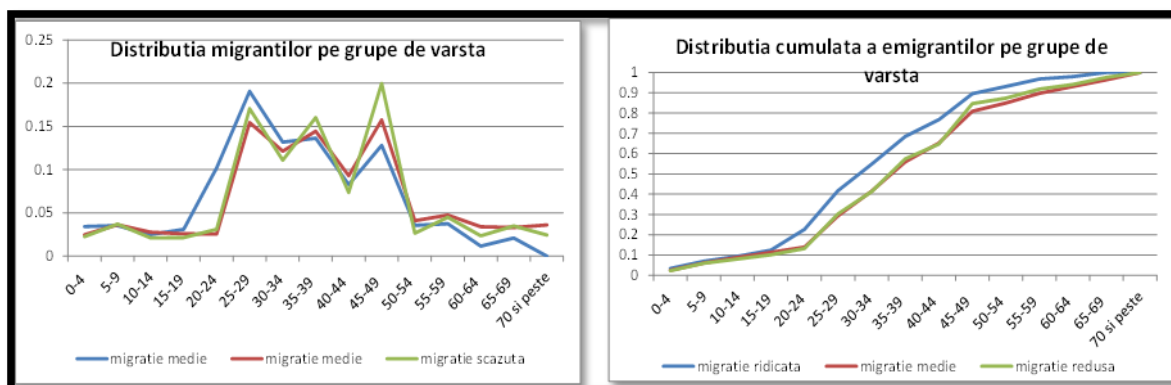
Sursa: INSSE, calcule proprii

Regiunile României pot fi clasificate în regiuni cu migrație ridicată (NE,SE) unde populația care nu este în țară reprezintă 13-16% din populația după domiciliu, regiuni cu migrație medie (V, Centru) unde ponderea populației care nu este în țară este de 10% din totalul populației după domiciliu și regiuni cu migrație redusă (NV,S,B+IF, SV), unde 6-9% din populația după domiciliu este plecată din țară. Faptul că regiunile cele mai îndepărtate de vest

au cel mai intens proces imigraționist arată că nu apropierea de vest este factorul declanșator al migrației, ci mai degrabă situația economică mai precară.

Distribuția cumulată a emigranților pe grupe de vârstă este similară în regiunile cu migrație scăzută și medie. În regiunile cu migrație ridicată migranții între 20 și 34 de ani sunt mai numeroși; în aceste regiuni tinerii (20-24 ani) în loc să își continue studiile rămân cu studii medii (rata de abandon școlar în învățământul post liceal este ridicat) și merg la muncă.

Grafic 3.24: Distribuția migranților pe grupe de vârstă



Sursa: INSSE, calcule proprii

În ciuda migrației, rata de activitate și de ocupare rămâne mai mică, veniturile rămân mai mici și rata locurilor de muncă vacante este mai mică față de regiunile cu migrație scăzută (Tabel A3.6). Diferența față de regiunile cu migrație scăzută în rata de ocupare și activitate se menține după mai mult de un deceniu. Diferența față de regiunile cu migrație scăzută în remunerarea salariaților și în veniturile/persoană în gospodării s-a mărit. Rata șomajului în schimb s-a egalizat. Existența locurilor de muncă rămâne la fel de precară în 2013 ca și în 2005 comparativ cu regiunile cu migrație scăzută. Rațiunea economică a migrației în regiunile din estul țării nu a dispărut (Grafic A3.1). Dar existența unor locuri de muncă mai bine plătite în restul țării ar putea schimba migrația externă cu migrația internă. Ca acest lucru să se întâmple este necesar ca pregătirea profesională oferită în școli să corespundă cu cererea angajatorilor și această pregătire să fie accesibilă tuturor.

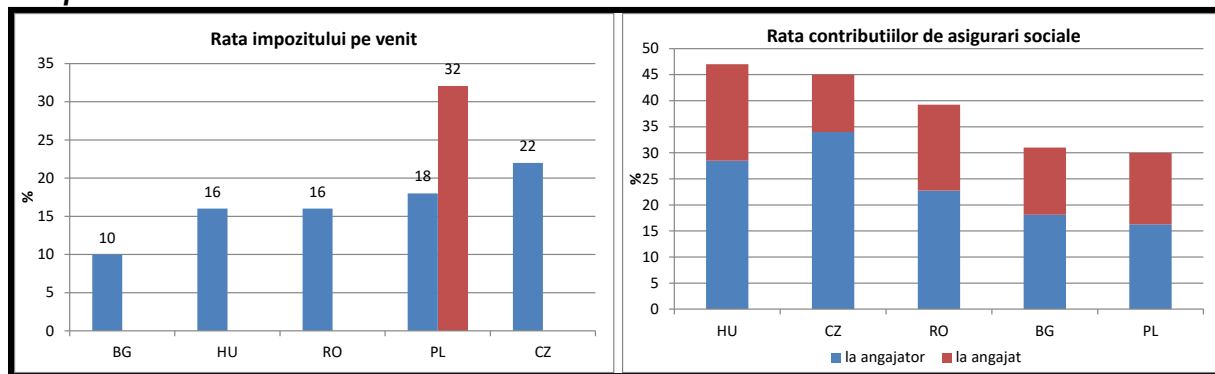
3.2.4.3. Legislația și fiscalizarea muncii

Legislația și fiscalizarea muncii sunt factori determinanți în crearea locurilor de muncă. Legislația UE stabilește standarde minime în diverse domenii pentru promovarea creșterii calității condițiilor de muncă și evitarea dumping-ului social (CE, 2015). Legislațiile SM diferă în regulile și procedurile implementate în funcție de tradițiile legislative și instituționale. O imagine succintă asupra reglementărilor în domeniul muncii este furnizată de un set de indicatori furnizați de Banca Mondială (2015) în cadrul programului mondial de evaluare a ușurinței de a face afaceri ("Ease of Doing Business"). Indicatorii sunt grupați în patru domenii și măsoară dificultățile de angajare, rigiditatea orelor de lucru, dificultățile disponibilizărilor, costurile disponibilizărilor și calitatea locului de muncă (Tabel A3.7). În comparație cu Danemarca, care este recunoscută pentru succesul asigurării flexibilității și în același timp siguranței locurilor de muncă, România prezintă câteva diferențe care explică asimetria dintre crearea și distrugerea locurilor de muncă, distrugerea făcându-se rapid și crearea realizându-se lent. Față de Danemarca în România angajările sunt mai dificile prin faptul că există salariu minim și că se

impune o durată maximă contractelor pe termen fix, iar disponibilizările sunt mai facile din faptul că notificarea în avans a disponibilizării este mai scurtă și nu există salarii compensatorii obligatorii. Iar faptul că în România persoanele disponibilizate au prioritate la angajare spre deosebire de Danemarca induce o selecție pătinoare (selection bias) la angajare, ce descurajează căutarea unui loc de muncă.

Judecând după rata de impozitare implicită (Tabel A3.8) România are a doua cea mai scăzută povară fiscală efectivă asupra muncii în ECE după Bulgaria. Dar această situație s-ar putea să fie rezultatul slabei colectări. Din punct de vedere al ratei impozitului pe venit de 16% România se compară cu Ungaria și depășește doar Bulgaria care are 10% (Grafic 3.25). Polonia este singura țară din ECE care are impozit progresiv pe venit. Impozitul de 18% se aplică majorității plătitorilor de taxe cu venituri anuale cuprinse între 700 și 20000 euro și impozitul de 32% se aplică pentru venituri anuale peste 20000 de euro. Din punct de vedere al ratei contribuțiilor de asigurări sociale România depășește Bulgaria și Polonia și este în urma Ungariei și Cehiei. Contribuția la asigurările sociale cea mai puțin împovărătoare pentru angajatori este în Polonia (16.3%) și cea mai împovărătoare în Cehia (34%). România se află între cele două extreme cu 22.75%.

Grafic 3.25: Fiscalizarea muncii în ECE



Sursa: CE: Structures of the taxation systems in the European Union 2015

România poate fi considerată un exemplu pentru îndeplinirea condiției de mobilitate a resurselor de muncă pentru aplanarea efectelor șocurilor asimetrice indicată de teoria ZMO. Mobilitatea internațională a forței de muncă este cea mai ridicată din UE. Această vine în contradicție cu mobilitatea slabă internă. Discrepanțele regionale ale ratei șomajului sunt mari și în creștere. Această realitate împreună cu lentoarea creării de noi locuri de muncă impune politici care să crească mobilitatea internă, să crească spiritul antreprenorial, să coreleze oferta educațională (problema învățământului vocational este proeminentă din acest punct de vedere) cu cererea, să scadă rigiditățile la angajare și celelalte costuri care nu sunt legate de forța de muncă. Cu aceste măsuri distribuția valorii adăugate între muncă și capital nu ar mai fi atât de divergentă față de celelalte țări din UE.

3.2.5. Mobilitatea capitalului (integrarea financiară)

Intrările de capital după încheierea procesului de negociere a aderării la UE s-au intensificat în toate țările ECE (Grafic 3.26) în principal sub forma de investiții străine directe și împrumuturi acordate sectorului privat. Privatizările din sistemul bancar al ECE și apoi deschiderea contului de capital impus de accesul în UE au permis mișcările de capital, iar decalajul de dezvoltare și posibilitatea de obținerea unor marje ridicate a stimulat intrările de

capital. După 2008 aceste fluxuri de capital s-au oprit, cu excepția Poloniei. Împrumuturile acordate sectorului privat s-au redus în Ungaria și România, datorită faptului că băncile mamă nu au mai fost constrânse să își reducă expunerile după încetarea acordului Viena în 2011. În România împrumutul de la investitorii financiari internaționali (FMI, Banca Mondială, UE) inclus în pasivele sectorului public (banca centrală și administrația publică) a contribuit la expansiunea pasivelor totale. Pe măsura rambursării împrumutului au expandat investițiile de portofoliu ale investitorilor străini cu precădere în titluri de stat.

Capitalurile străine au suplimentat economisirea internă contribuind la finanțarea creșterii economice. După 2008 aceste fluxuri au încetinit și creșterea economică a devenit mai lentă. Este clar că pentru revigorarea procesului de catching up aceste țări au nevoie de fluxuri de capital. Dar lecția trecutului spune că, capacitatea de absorbție a economiilor trebuie mărită și/sau dimensiunea fluxurilor de capital trebuie ajustată la capacitatea de absorbție a economiilor în așa fel ca dezechilibrele să nu se acumuleze și să ducă la supra-îndatorarea sectorului privat și/sau public, iar creșterea economică generată să nu fie de tip boom/bust. Modalitatea de a mări capacitatea de absorbție a fluxurilor de capital coincide cu măsurile de lărgire a potențialului de creștere economică fiind măsuri cu efecte pe termen mediu și lung. Ajustarea fluxurilor de capital la capacitatea de absorbție a economiei se face cu măsuri macro-prudențiale cu efecte pe termen scurt. Experiența României de dinainte de 2008 arată însă că măsurile macro-prudențiale nu sunt de ajuns pentru a evita dezechilibrele generate de intrările masive de capital. La această concluzie au ajuns, între alții, Dimova și alții (2015) analizând eficacitatea folosirii instrumentelor macro-prudențiale în timpul ciclului de afaceri expansionist din 2004-2008 în Bulgaria, Croația, Serbia și România. Deși unele măsuri precum creșterea rezervelor minime obligatorii în funcție de dinamica creditului, limitarea drastică a gradului de îndatorare și a loan-to-value, creșterea cerințelor de capital pot modera accelerarea creditării, efectul lor este scăzut datorită substituirii creditării interne cu creditarea externă direct de la băncile mamă.

Prezența investițiilor străine directe (ISD) moderează volatilitatea capitalului. Unele companii autohtone sunt parte a unor grupuri internaționale care răspund la impulsurile economice din străinătate, asigurând integrarea economică a țării gazdă în economia globală. În plus, legăturile bilaterale moderează șocurile de cerere unilaterale. În ECE marea majoritate a stocului de ISD sunt originare din UE și marea parte a investițiilor directe a ECE sunt orietate către UE (Tabel 3.28). În timp ce ISD din UE reprezintă o pondere semnificativă în PIB în toate țările ECE și mai cu seamă în țările mici și deschise precum Bulgaria, Cehia și Ungaria, stocul de investiții directe către UE este redus cu excepția Ungariei. ISD raportat la PIB în România a fost aproape de nivelul din Polonia, țară de dimensiune comparabilă, dar investițiile directe ale companiilor din România în străinătate sunt mult mai mici. Faptul că stocul de ISD a crescut și în perioada de criză și s-a datorat în mare parte ISD din UE în România, Polonia și Ungaria arată reziliența ISD la șocul crizei financiare spre deosebire de celelalte tipuri de capital. În Cehia și Bulgaria creșterea stocului de ISD s-a datorat în majoritate ISD din afara UE.

Tabel 3.28: Investiții străine directe și investiții directe în ECE

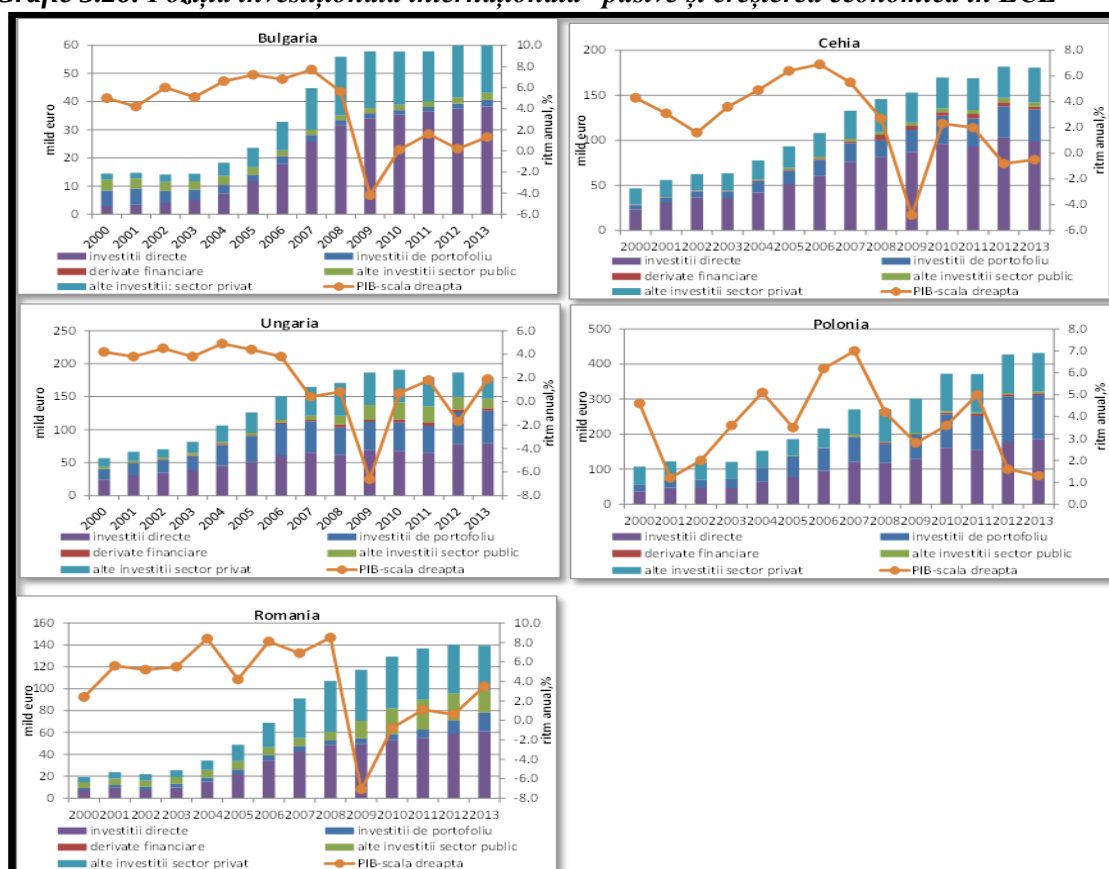
	Investiții străine directe, %PIB					Investiții directe, %PIB				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Bulgaria										
Total	84,7	91,7	93,7	89,4	89,8	2,8	2,6	3,1	3,1	3,5
UE	71,2	78,3	79,6	73,7	72,0	1,8	1,4	1,7	1,6	1,9
Cehia										
Total	45,1	51,9	54,4	49,5	56,0	5,6	6,9	7,1	6,2	8,2
UE	47,4	51,9	49,0	46,8	48,2	5,3	6,5	6,7	5,9	7,5

Ungaria										
Total	57,7	73,4	69,4	64,9	79,0	11,5	14,7	15,6	18,5	26,8
UE	43,5	52,2	53,4	50,6	61,1	6,2	6,4	5,4	7,2	12,0
Polonia										
Total	32,0	40,6	44,5	41,0	46,0	4,7	6,4	9,2	10,7	11,2
UE	27,3	34,7	37,5	36,0	40,3	2,8	3,9	6,9	8,0	8,7
România										
Total	34,0	41,4	41,7	41,3	44,1	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7
UE	29,7	36,8	36,6	36,5	39,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3

Sursa: Eurostat

Mobilitatea capitalului a contribuit la creșterea rapidă a economiei înainte de criză în toate țările ECE. După izbucnirea crizei ISD au continuat să se acumuleze dar într-un ritm mult mai scăzut, iar creșterea economică a încetinit. Experiența României a arătat că eficacitatea măsurilor prudențiale pentru limitarea îndatorării în faza expansionistă a ciclului financiar este redusă în condițiile mișcărilor libere de capital și a regimurilor naționale diferite de supraveghere a sistemelor bancare financiar integrate. Inițierea standardizării proceselor de reglementare și supraveghere a instituțiilor de credit în UE va oferi SM un instrumentar mai complet de răspuns când următorul ciclu financiar va începe. Pentru România este importantă dezvoltarea capitalului autohton și menținerea atractivității pentru ISD, care s-au dovedit reziliante în perioada de criză.

Grafic 3.26: Poziția investițională internațională – pasive și creșterea economică în ECE



Sursa: Eurostat

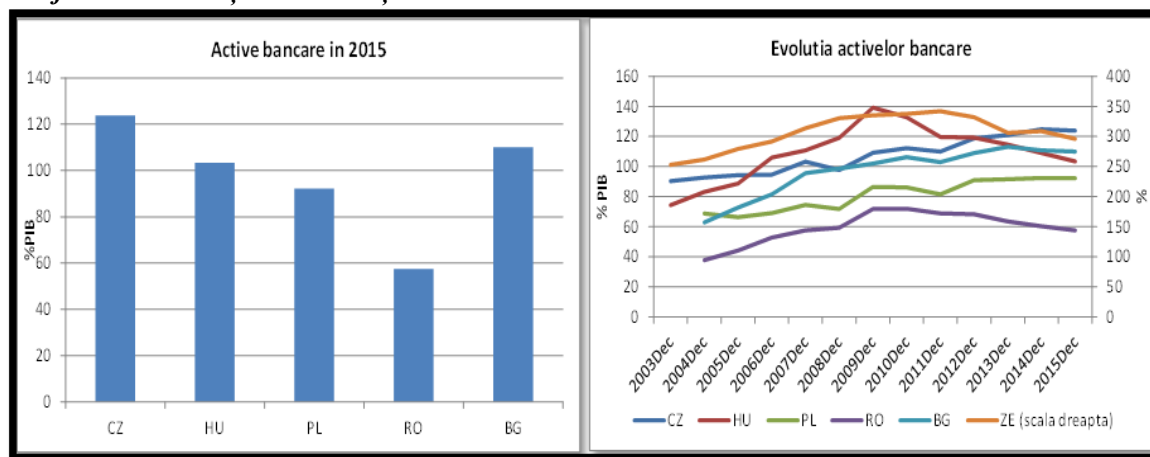
3.2.6. Similaritatea transmisiei politicii monetare

Sistemul financiar prin modul de transmitere a politicii monetare poate fi atât sursă de șocuri asimetrice cât și absorbant de șocuri. Având în vedere diferențele în ciclurile de afaceri ale României față de țări din nucleul ZE politica monetară unică probabil nu ar fi adecvată cerințelor economiei românești, chiar dacă există precondiții pentru funcționarea similară a mecanismului de transmisie a politicii monetare în economia reală. Printre factorii determinanți ai transmisiei politicii monetare se numără gradul de dezvoltare a sistemului financiar (FMI, 2012). Un sistem financiar dezvoltat se caracterizează printr-o competiție mai mare între produsele financiare și o sesibilitate mai mare a dobânzilor din piață la schimbările în dobânda de politică monetară, creșterea marjelor de profit fiind limitată. În schimb un sistem financiar fără adâncime este generator de dolarizare, iar o piață interbancară slabă poate duce la exces de lichiditate și la reducerea eficienței transmisiei politicii monetare deoarece este puțin probabil ca o schimbare a dobânzii de politică monetară să determine modificarea ofertei de credite când lichiditatea este abundentă. Această secțiune analizează caracteristicile sistemului financiar, structura activelor și pasivelor financiare ale gospodăriilor populației și firmelor precum și relația dintre ratele de dobândă de pe piața monetară și cele la nivelul clienților bancari.

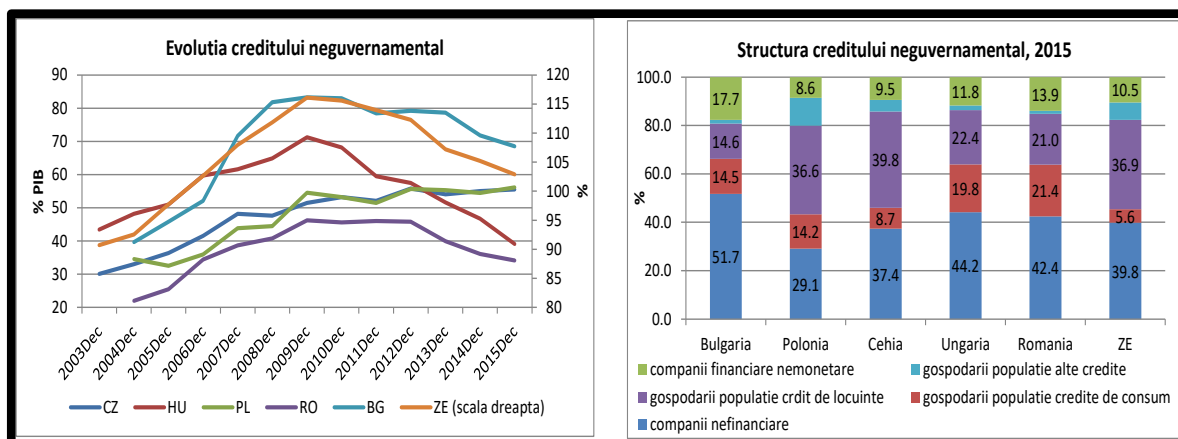
3.2.6.1. Sistemul financiar

În toate țările ECE, precum și în UE, sistemul bancar este partea preponderentă a sistemului financiar¹³⁵. În grupul de țări ECE dimensiunea sectorului bancar este mult mai mică față de oricare țară a ZE, iar după 2009 a început să scadă în Ungaria și România și să crească în Cehia și Polonia.

Grafic 3.27. Evoluția activelor și a creditelor bancare



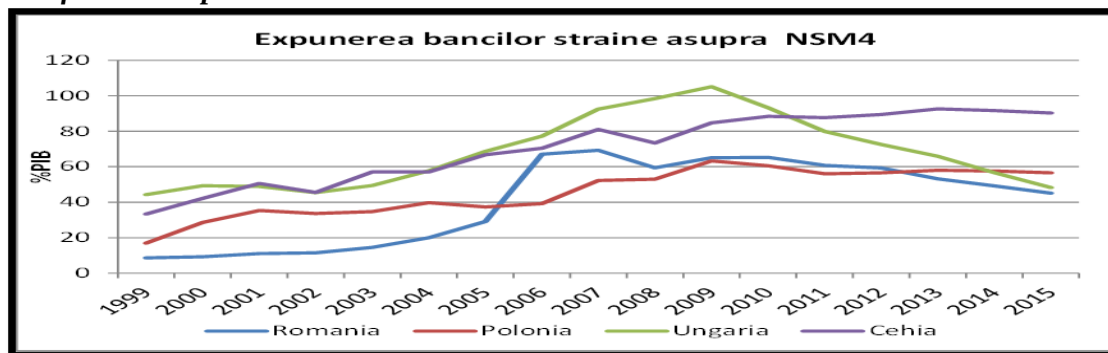
¹³⁵ Ponderea activelor financiare în PIB a fost de 75,6% în 2015 în România, 285% în UE, 174% în Cehia (în 2014), 280% în Ungaria (2014), 120% în Polonia (în 2014) și 628% în ZE (în 2014) (CNB, 2015).



Sursa: BCE

Aceasta evoluție a fost determinată de decizia băncilor străine de a reduce, respectiv de a extinde expunerea pe țările din ECE, ele deținând partea covârșitoare a activelor sectorului bancar național. În România, expunerea maximă s-a atins în 2006-2007, după care a urmat declinul (Grafic 3.28). În 2015 expunerile băncilor străine reprezentau puțin peste 40% din PIB în timp ce în 2006-2007 acestea reprezentau 70%. Doar în Ungaria și Cehia expunerile s-au menținut mai mari decât în România pe tot parcursul perioadei după 1999. Expunerile din Polonia au depășit cele din România până în 2005 și după 2013. Deleveraging-ul din România, spre deosebire de cel din Ungaria a fost mai lin (Tabel 3.29). Se poate spune că intermedierea bancară din țările ECE este în mare parte determinată de politica monetară din ZE, unde se află băncile mamă.

Grafic 3.28: Expunerea băncilor străine în statele ECE



Sursa: Banca Reglementelor Internaționale

Tabel 3.29: Expunerea băncilor străine în statele ECE, mld euro

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/ 1999, ori	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015/ 2007 %
RO	2,9	3,8	5,0	5,6	7,7	12,3	23,3	66,0	86,8	29,7	84,5	78,4	82,7	81,0	79,2	76,7	74,0	72,3	83
PL	27,0	53,2	75,2	70,7	66,7	81,4	91,3	107,4	164,0	6,1	192,9	199,2	219,0	213,2	220,1	229,0	236,7	242,0	148
HU	20,4	25,2	29,3	32,6	37,1	48,2	62,1	70,6	94,0	4,6	105,8	98,5	91,5	80,5	71,8	66,8	59,1	52,5	56
CZ	20,2	28,1	38,0	39,6	50,2	54,8	73,0	87,2	111,9	5,5	118,2	125,7	138,3	143,5	143,8	145,3	141,9	148,0	132

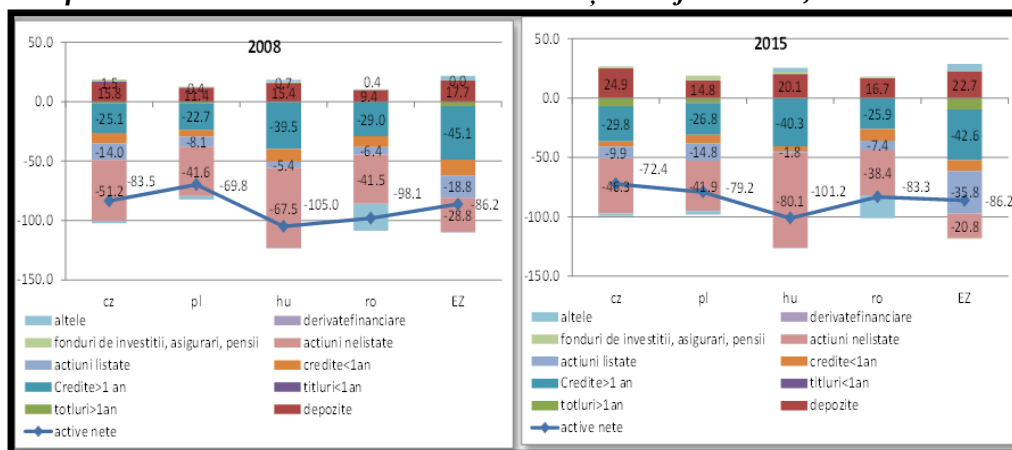
Sursa: Banca Reglementelor Internaționale

3.2.6.2. Poziția financiară a societăților nefinanciare

O poziție financiară și o structură a activelor și pasivelor financiare similară sectoarelor nefinanciare și gospodăriilor populației este o condiție cheie ca politica monetară unică să aibă efecte simetrice și ca mecanismul de transmisie să funcționeze. Studiul conturilor financiare relevă în ce măsură cele două sectoare instituționale pot furniza sau au nevoie de finanțare, iar componentele activelor și pasivelor arată care sunt legăturile între economia reală și sectorul financiar, îndeosebi cel bancar care până în prezent este finanțatorul majoritar în toate economiile naționale ale UE.

Structura activelor nete¹³⁶ ale societăților nefinanciare (sectorul instituțional S11) este prezentată în graficul următor în 2008 și 2015. Poziția sectorului este de debitor net, datorită faptului că activele nefinanciare constituie o proporție semnificativă a bilanțului. Față de 2008, poziția sectorului a scăzut în 2015 în România, Ungaria, Cehia și a crescut în Polonia. În România aceasta scădere s-a datorat scăderii mai accentuate a activelor față de pasive, pe când în Cehia scăderea poziției de debitor net s-a datorat creșterii activelor mai rapid decât a pasivelor. Țările ZE și-au păstrat aceeași poziție netă în 2015 ca și în 2008. În schimb au avut loc schimbări structurale importante, și anume substituirea creditelor și a acțiunilor nelistate cu depozite și acțiuni listate, ceea ce indică o preferință crescută pentru lichiditate și transparență. Creșterea ponderii depozitelor în PIB a avut loc în toate țările ECE. Dacă în 2008 în România, Cehia și Ungaria societățile nefinanciare înregistrau poziții de debitor net mai mari decât media ZE, în 2015 doar Ungaria mai depășea media ZE.

Grafic 3.29: Structura activelor nete ale societăților nefinanciare, %PIB



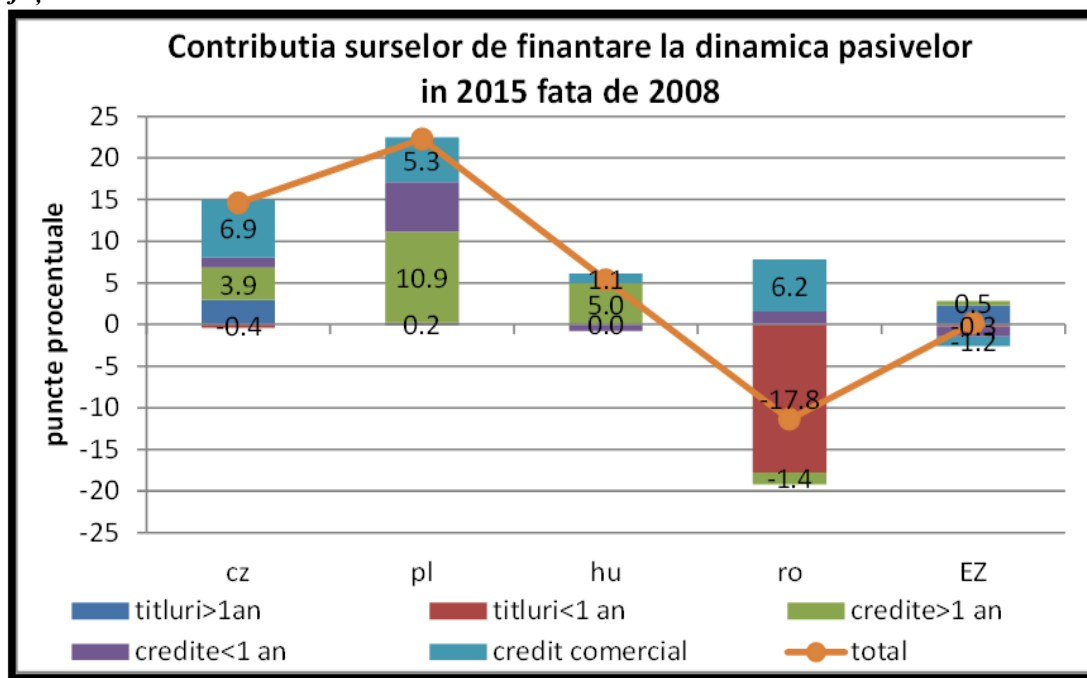
Sursa: BCE

Dacă poziția netă (ponderea în PIB a activelor nete) a societăților nefinanciare din România este comparabilă cu cea a companiilor din ZE, structura bilanțului financiar este diferită (Grafic 3.29). Ca raport în PIB depozitele, creditele și acțiunile listate au valori mai mici față de ZE, în schimb ponderea acțiunilor nelistate este mai mare. Poziția netă a titlurilor de natura datoriei precum și a fondurilor de investiții este nesemnificativă în activele nete ale societăților nefinanciare din România. Raportul credite / PIB a scăzut în România și ZE în 2015 față de 2008 și a crescut în celelalte ECE.

¹³⁶ Active nete înseamnă creanțe minus angajamente.

Contribuția a diferitelor forme de finanțare a societăților nefinanciare în creșterea pasivelor în 2015 față de 2008 (Grafic 3.30) confirmă pentru ZE rolul crescând al finanțării prin titluri de natura datoriei în special obligațiuni (>1an). În țările ECE aceasta finanțare nu a influențat dinamica pasivelor, cu excepția Cehiei. Evoluția creditării și a creditului comercial a dictat evoluția pasivelor. În România pasivele au scăzut pe seama scăderii obligațiunilor emise și a creditului pe termen lung. Aceste două elemente s-au contractat atât de mult încât au anulat efectul pozitiv al creșterii creditului comercial și a creditelor pe termen scurt.

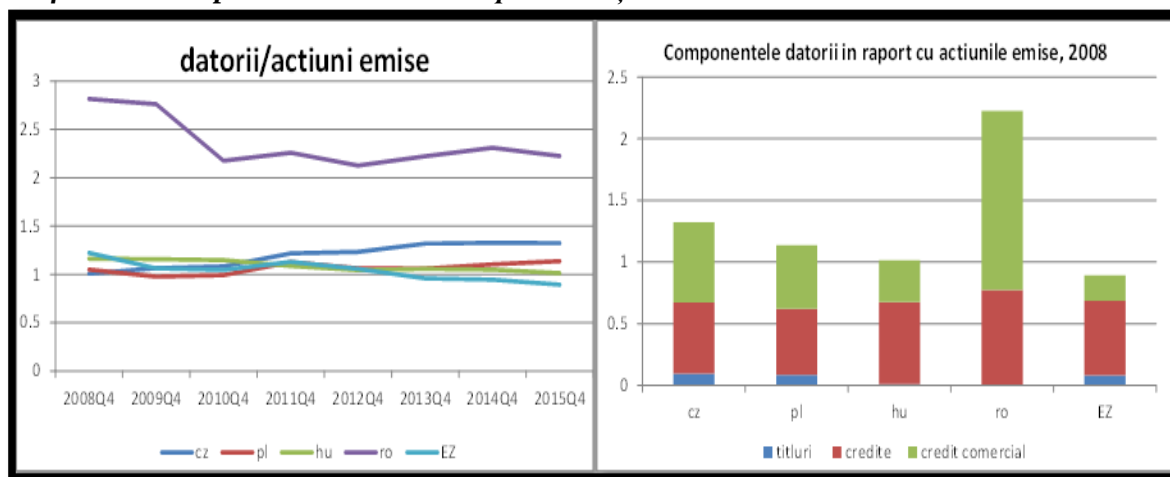
Grafic 3.30. Contribuția surselor de finanțare la dinamica pasivelor (angajamentelor) în 2015 față de 2008



Sursa: BCE

Finanțarea prin datorii a societăților nefinanciare este măsurată prin raportul dintre obligațiunile emise, creditul acceptat, creditul comercial și acțiunile emise (Grafic 3.31 partea stângă). România se distinge prin mărimea acestui indicator față de ZE și celelalte țări ECE, cu toate că raportul a scăzut puternic în timpul anului 2010. Astfel societățile nefinanciare românești par să fie supra-îndatorate. Dar analiza detaliată a acestui raport arată că mărimea lui a fost determinată de proporția mare a creditului comercial și nu a creditului sau a titlurilor de natura datoriei, ultimele fiind ne semnificative. Gradul ridicat de îndatorare a companiilor românești a fost arătat și de Georgescu (2015) care susținea că aceasta este o explicație a gradului de bancarizare scăzut a companiilor românești, iar numărul mare de companii (44% din total în 2013) care realizează pierderi în mod constant (în jur de 39 mld lei an de an în perioada 2007-2013) afectează mediul concurențial și creează efecte negative asupra creditorilor (furnizori, bănci, buget de stat).

Grafic 3.31: Componentele datoriei în raport cu acțiunile emise



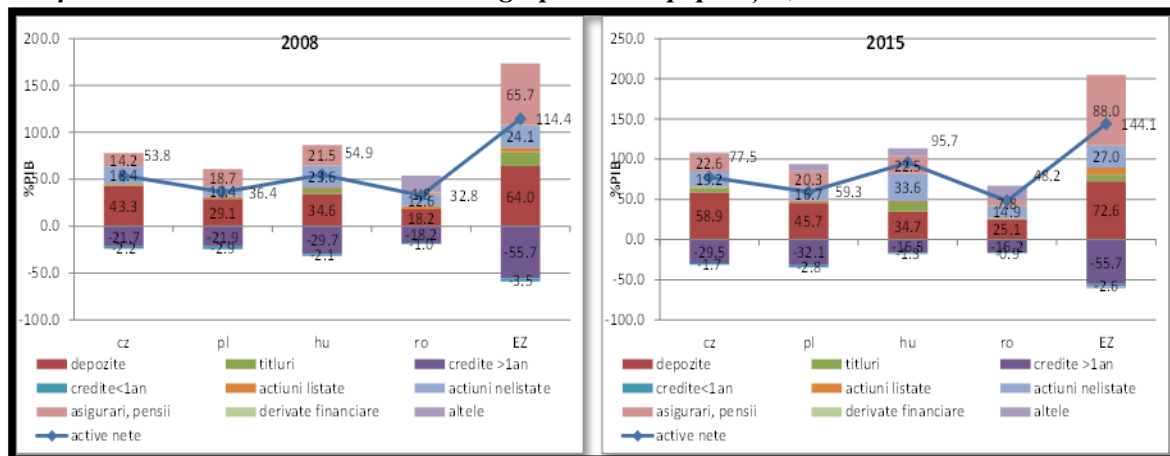
Sursa: BCE

Dimensiunea poziției nete a companiilor românești este similară cu cea a companiilor din ZE. Ceea ce deosebește firmele românești de celelalte din ECE și ZE este modul de finanțare orientat într-o proporție ridicată către creditul comercial, ceea ce le oferă o oarecare autonomie față de politica monetară, dar și o sensibilitate mărită de contagiune la șocurile partenerilor comerciali. Firmele românești sunt mai puțin implicate în mecanismul de transmitere a politicii monetare și mai puțin afectate de șocurile din sistemul financiar, dar sunt mai vulnerabile la șocurile din sectorul real.

3.2.6.3. Poziția financiară a gospodăriilor populației

Sectorul instituțional al gospodăriilor populației și a firmelor fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației, pe scurt gospodăriile ale populației are o poziție de creditor net (Grafic 3.32). Activele nete raportate la PIB au crescut după izbucnirea crizei financiare atât în ZE cât și în ECE. În România gospodăriile populației au cea mai mică valoare a activelor financiare nete raportate la PIB, doar o treime din media ZE în 2015.

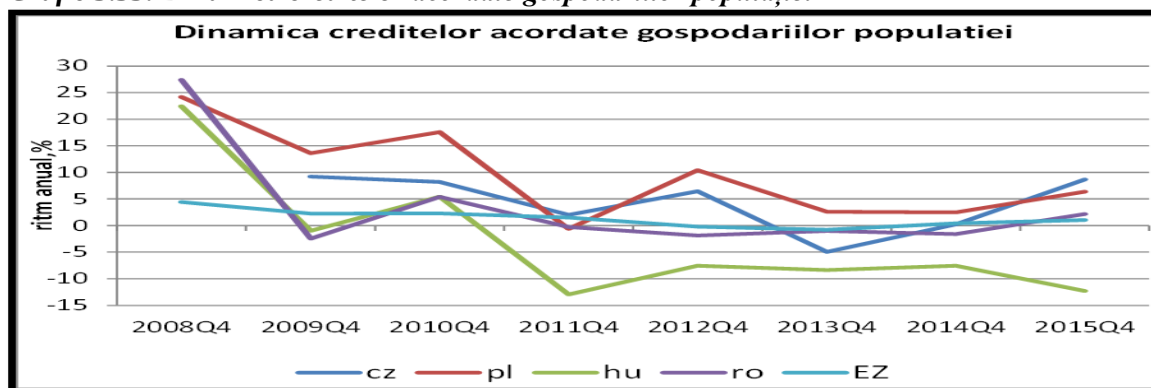
Grafic 3.32: Structura activelor nete ale gospodăriilor populației, %PIB



Sursa: BCE

În România și Ungaria creditele nete raportate la PIB au scăzut în 2015 față de 2008, în Cehia și Polonia au crescut, iar în ZE s-au menținut. În România scăderea raportului s-a datorat creșterii creditelor mai lent decât PIB, în timp ce în Ungaria creditele acordate gospodăriilor populației au scăzut. În Cehia, Polonia și ZE creditele acordate gospodăriilor populației au crescut cu 33%, 64% și respectiv 6,6%.

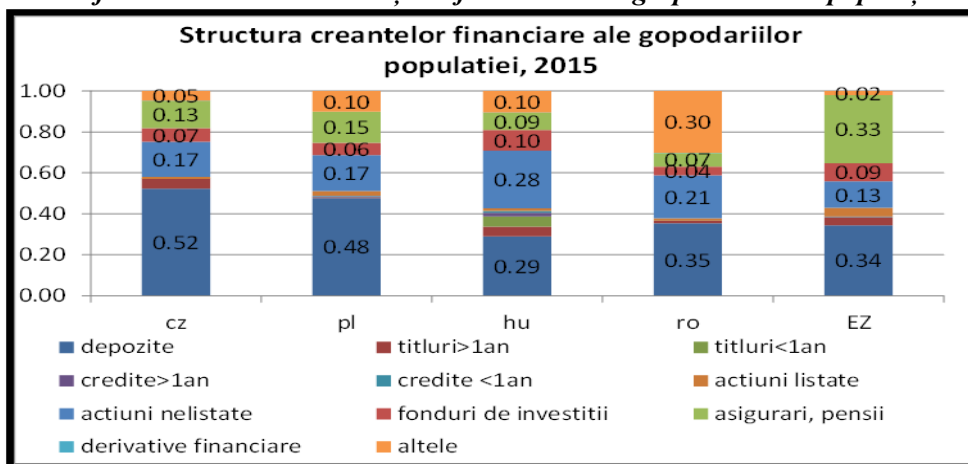
Grafic 3.33: Dinamica creditelor acordate gospodăriilor populației



Sursa: BCE

Componenta lichidă a portofoliului gospodăriilor populației, numerarul și depozitele, raportată la PIB a crescut față de 2008 și a ajuns să reprezinte 25% din PIB în 2015 în România, în jur de 35% din valoarea ZE. Trendul crescător al raportului a caracterizat toate țările ECE și ZE și denotă stilul conservator al administrării resurselor financiare (chiar în condițiile scăderii ratelor de dobândă) și preferința de lichiditate a gospodăriilor după criza financiară. Structura activelor financiare ale gospodăriilor populației (Grafic 3.34) arată că România se aseamănă cu ZE în privința ponderii depozitelor și diferă în privința ponderii asigurărilor care este mult mai mică în România fiind compensată de o pondere mare a altor sume de primit, reflectând sumele pe care gospodăriile populației le au de încasat de la angajatori, sumele datorate de societățile de investiții, sumele de recuperat de la societățile de asigurare. În Cehia și Polonia ponderea depozitelor în total active financiare este mai mare, la fel și ponderea asigurărilor, fiind compensată de ponderea mică a acțiunilor nelistate deținute.

Grafic 3.34: Structura creanțelor financiare ale gospodăriilor și populației



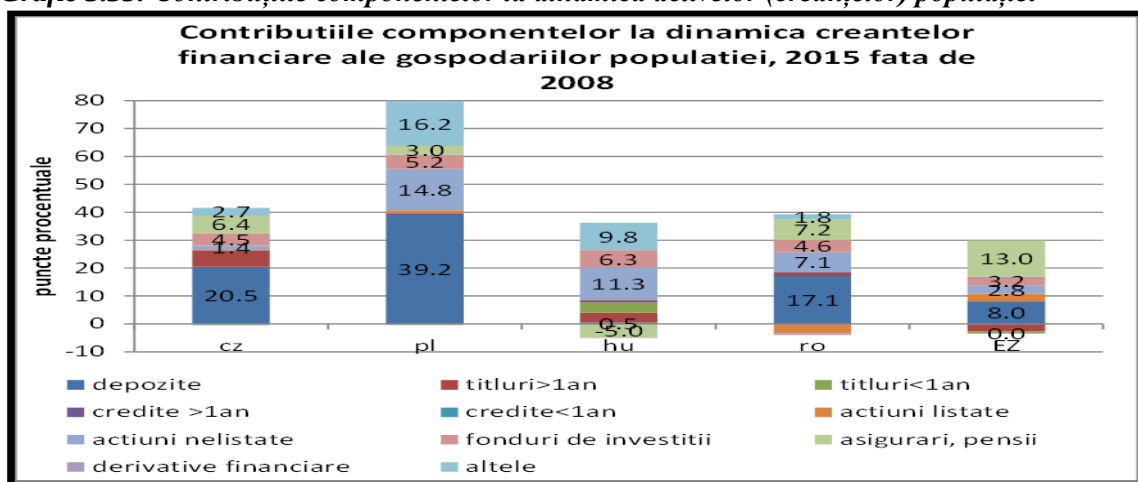
Sursa: BCE

Componenta investițională din portofoliul de active financiare cuprinde acțiuni, asigurări, pensii și scheme standardizate de garantare, titluri. Evoluția acestor instrumente reflectă

tendința gospodăriilor populației de a investi pe piața de capital. Ponderea componentei investiționale este de 34% în România, cea mai mică din ponderile înregistrate în ZE (63%) și celelalte țări din ECE: Cehia 43%, Polonia 41%, Ungaria 58%.

Contribuțiile instrumentelor financiare individuale la dinamica activelor financiare totale în 2015 față de 2008 au variat de la țară la țară (Grafic 3.35). În România în afara acțiunilor listate toate celelalte componente au avut o contribuție pozitivă la creșterea activelor financiare. În Ungaria asigurările și pensiile au avut contribuție negativă, iar în ZE obligațiunile. Fondurile de investiții au avut o contribuție pozitivă și mai mare în țările ECE față de ZE, indicând tendința de a achiziționa aceste fonduri ca alternative la depozitele slab remunerate. Asigurările și pensiile au avut o contribuție pozitivă la dinamica activelor financiare în România, chiar mai mare decât în Cehia și Polonia.

Grafic 3.35: Contribuțiile componentelor la dinamica activelor (creanțelor) populației



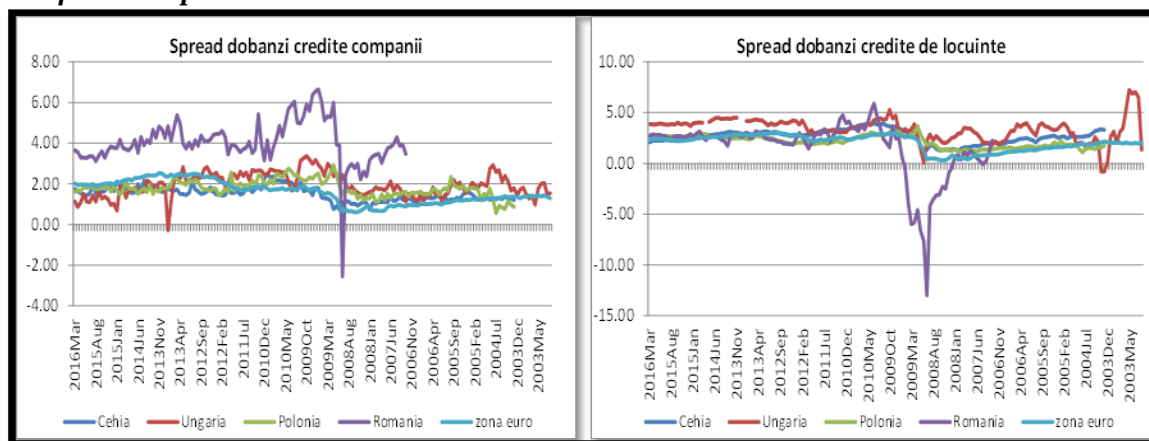
Sursa: BCE

Poziția de creditor net a gospodăriilor populației (ponderea activelor nete în PIB) din România este o treime din cea în ZE, cu toate că a crescut în 2015 comparativ cu 2008. Cu toate că se observă o oarecare tendință de a investi pe piața de capital ponderea componentei investiționale este cea mai mică din ECE și ZE. La fel ca și companiile, gospodăriile populației din România tind să evite sistemul de intermediere financiară, o parte semnificativă a creanțelor fiind reprezentată de sume de primit de la terți.

3.2.6.4. Efectele politicii monetare asupra ratelor dobânzilor pentru companii și populație

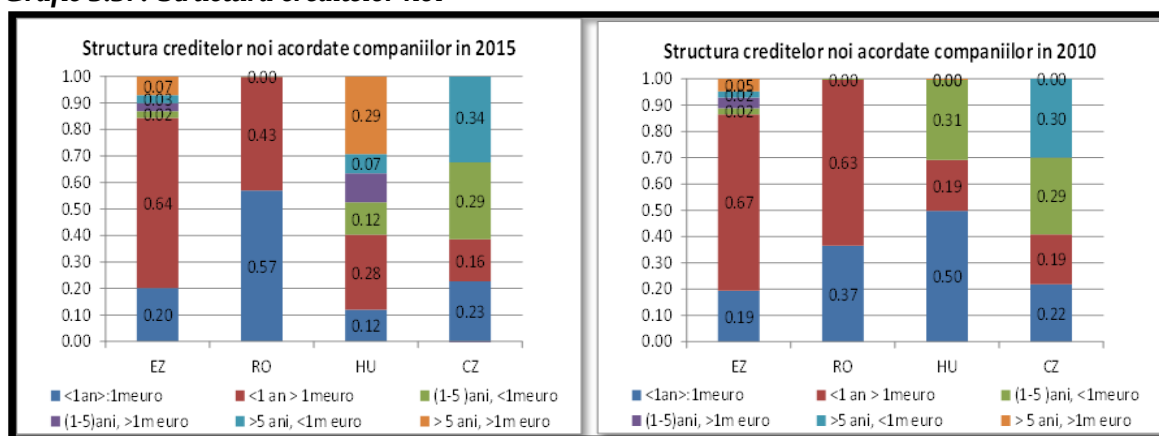
Transmisia politicii monetare se realizează în principal prin canalul ratelor de dobândă care afectează decizia de investiții (inclusiv achiziții de locuințe sau cheltuieli de bunuri durabile). Investițiile sunt determinate, pe de o parte, de creditul bancar și, pe de alta parte, de situația financiară a companiilor și gospodăriilor populației. Spread-ul (dobânda la creditele noi acordate față de dobânda de pe piața interbancară de 3 luni) a convers către valorile din ZE pentru creditele de locuințe, dar este aproape dublu la creditele acordate companiilor (Grafic 3.36).

Grafic 3.36: Spread dobânzi credite



Sursa: BCE, bănci centrale naționale

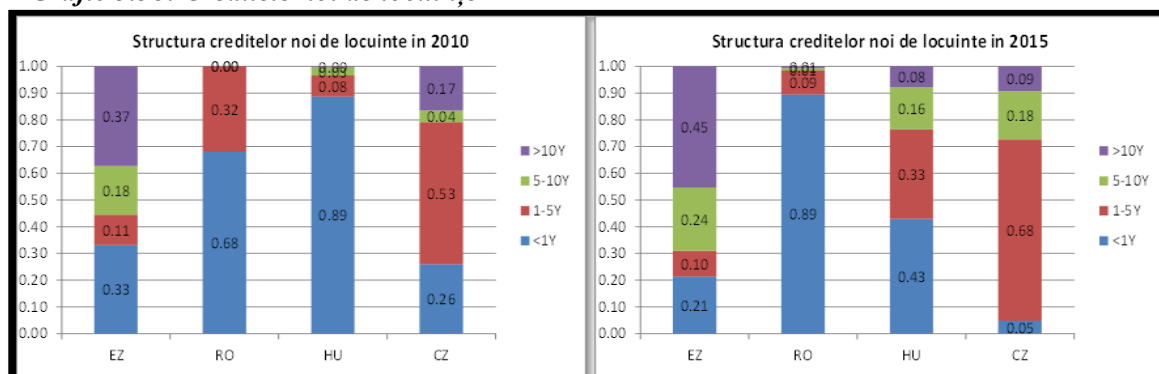
Grafic 3.37: Structura creditelor noi



Sursa: BCE

În România creditele noi acordate în lei companiilor indiferent de volumul acestora au perioada cu dobândă fixă mai mică de 1 an, asemănător structurii ZE (Grafic 3.37). În Ungaria și Cehia structura este mai variată, existând credite pentru care dobânda este fixată chiar și pe o perioadă mai mare de 5 ani. O pondere mare a creditelor noi cu dobânda fixată pe perioade scurte indică o sensibilitate mai mare a dobânzilor la creditele noi pentru companii la schimbările dobânzii de politică monetară și ulterior la schimbările dobânzilor de pe piața interbancară.

Grafic 3.38: Creditele noi de locuințe



Sursa: BCE

În cazul creditelor noi de locuință, majoritatea (89% din total) sunt cele pentru care dobânda este fixată pe o perioadă de sub 1 an în România. În celelalte țări structura diferă, în Cehia majoritatea (68% din total) sunt credite cu dobândă fixă pe o perioadă între 1 și 5 ani, în Ungaria majoritatea creditelor (76% din total) sunt credite a căror dobândă este fixată fie pe o perioadă de sub 1 an, fie pe o perioadă între 1 și 5 ani. În ZE cele mai multe credite au perioada de fixare a dobânzii de peste 10 ani (Grafic 3.38). Având în vedere aceste structuri ne așteptăm ca dobânda de pe piața interbancară să se transmită cel mai repede în dobânzile din România mai ales după 2014 când majoritatea creditelor acordate au fost în lei. Transmiterea de la dobânzile de pe piața interbancară în dobânzile creditelor acordate companiilor în perioada 2008-2015 s-a făcut relativ rapid, în timp ce în dobânzile pentru locuințe s-a făcut lent în România conform indicatorului de corelație între diferențele lunare ale ratelor dobânzii interbancare pe 3 luni și diferențele lunare ale ratelor dobânzilor pentru creditele acordate companiilor, respectiv creditele de locuință acordate populației prezentate în Tabelul 3.30 (contemporan și cu un lag de o lună, 2 și 3 luni). Aceleași corelații calculate pentru perioada 2014-mar 2016 indică o creștere semnificativă până la nivelul din ZE a valorii corelației contemporane (fără lag) pentru creditele noi de locuință, indicând o transmitere rapidă a schimbărilor dobânzii din piața monetară în dobânda creditului de locuințe atunci când creditarea se face majoritar în monedă națională. Euroizarea într-adevăr încetinește transmiterea dobânzilor în sectorul real.

Tabel 3.30: Corelații între diferențele lunare în ratele dobânzilor acordate companiilor și populației și diferențele lunare ale ratei de dobânda de pe piața interbancară de 3 luni

	2008M12-2015M12	RO*	PL	HU	CZ	ZE
Dobânzi credite noi de locuințe, ROBOR 3 luni	Fără lag	0.09	0.54	0.20	0.18	0.69
	Lag 1 lună	-0.02	0.82	0.31	0.31	0.76
	Lag 2 luni	-0.11	0.62	0.23	0.25	0.64
	Lag 3 luni	0.31	0.41	0.51	0.16	0.45
Dobânzi credite noi companii, ROBOR 3 luni	Fără lag	0.60	0.45	0.60	0.45	0.89
	Lag 1 lună	0.24	0.49	0.28	0.09	0.64
	Lag 2 luni	-0.02	0.36	0.02	0.02	0.46
	Lag 3 luni	0.02	0.03	0.06	0.12	0.24

*Dobânzile de pe piața interbancară sunt Euribor de 3 luni pentru ZE, Robor de 3 luni pentru România, Bubor de 3 luni pentru Ungaria, Pribor de 3 luni pentru Cehia și Wibor de 3 luni pentru Polonia. *În România pentru perioada 2014-mar 2016 coeficienții de corelație pentru creditele acordate companiilor noi sunt 0,62,-0,2,-0,14,0,32, iar pentru creditele de locuință 0,63, 0,22, 0,15, -0,14, o creștere consistentă pentru creditele de locuință în comparație cu perioada 2008-2015. Sursa: BCE, BCN*

Studiul FMI (2012) pe baza datelor din perioada august 2005 –aprilie 2012 a găsit că modificarea dobânzii de politică monetară se transmite în dobânda creditelor acordate populației într-o proporție de 70% situând România peste mediana pitețelor emergente. Transmiterea în primele două luni a fost de 20% în primii ani după trecerea la țintirea inflației și a crescut la 60% către sfârșitul perioadei analizate.

Enache și Radu (2015) au găsit că în România 36% din modificarea ratei dobânzii interbancare se transmite în dobânzile creditelor pentru societăți nefinanciare încă din prima

lună, indiferent de sensul variației acesteia, iar pe segmentul populației, transmisia este asimetrică, reacția pe termen scurt a ratei dobânzii fiind mai puternică în situația unei scăderi a ROBOR 3M (*pass-through* imediat de 15%), comparativ cu cea a unei creșteri (1%). Creditele pentru companii receptează în prima lună aproximativ 80% din modificarea ratei dobânzii interbancare în Ungaria și Cehia, în timp ce în Polonia transmisia pe termen scurt este asimetrică: 64% în cazul unei scăderi și 135% în cazul unei creșteri a ratei dobânzii de pe piața monetară interbancară. Pe segmentul populației, *pass-through*-ul imediat este simetric având o valoare de 21% în cazul Republicii Cehe și un nivel negativ de -13% în Polonia și Ungaria, posibil ca efect al unei frecvențe mai reduse de resetare a ratelor dobânzilor la creditele noi practicate de instituțiile de credit.

Diferitele marje de risc pot fi o altă sursă de asimetrie în dobânzile clienților după intrarea în ZE. Categoriile diferite de risc financiar pot fi măsurate prin descompunerea spread-ului între dobânda la creditele noi și dobânda de politica monetară în două componente: diferența dintre dobânda interbancară de 3 luni și dobânda de politica monetară care indică lichiditatea din sistem și riscul de credit pe care băncile îl au când împrumută bani între ele, și diferența dintre dobânda creditului nou (companii sau populație pentru achiziții de locuințe) și dobânda interbancară care indică riscul de creditare (companii sau populație)- Grafic 3.39.

Prima componentă arată un salt în preajma căderii lui Lehman Brothers și apoi o revenire graduală astfel încât după a doua jumătate a lui 2010 această componentă a devenit negativă reflectând lichiditatea amplă și persistentă din sistem. Această situație este caracteristică doar României¹³⁷ (care a resimțit probabil mai acut dilema Tosowski). Cazurile de dobânda de 3 luni mai mică decât dobânda de politică monetară au fost rare în celelalte țări ECE în perioada 2004-2016. De asemenea în ZE, unde această situație a apărut doar începând cu finalul anului 2015, când dobânda la principalele operațiuni de refinanțare a devenit zero și se anunța recurgerea la cumpărări adiționale de titluri de natura datoriei emise de guvernele regionale și locale din ZE.

A doua componentă indică faptul că băncile percepeau riscul de credit pentru companii ca fiind mai mare decât riscul de credit de locuințe pentru populație, marja dobânzii creditelor noi pentru companii fiind mai mare decât pentru creditele de locuințe. Este invers de cum se întâmpla în celelalte țări ECE și ZE. Această situație creează un handicap companiilor românești datorită costului mai mare al finanțării și un stimulent pentru dezvoltarea pieței proprietăților rezidențiale, creditul de locuințe ieftin susținând cererea.

Diferența între dobânzile pentru clienți față de dobânda de politică monetară este diferită în țările ECE și ZE. În martie 2016 în ZE această diferență a fost de 2,1 puncte procentuale (pp) pentru creditele de locuință și 1.8pp pentru creditele acordate companiilor. La aceeași dată în ECE creditele pentru locuință au fost mai scumpe față de dobânda de politică monetară cu 4pp în Ungaria, 2,9pp în Polonia, 2,3pp în Cehia și doar 1,8 în România, în timp ce creditele pentru companii au fost mai scumpe cu 2,7pp în România, 2pp în Cehia, 1,8pp în Polonia și 1,3pp în Ungaria. Potrivit datelor istorice diferențele sunt persistente și probabil că așa vor rămâne o

¹³⁷ Această stare de fapt a fost atribuită de FMI (2012) excesului structural de lichiditate rezultat în urma acumulării rezervelor valutare, care împingea dobânzile de pe piața monetară către dobânda facilității de depozit. Deoarece lichiditatea amplă determina menținerea dobânzilor de pe piața interbancară mult sub dobânda de politică monetară FMI sugera folosirea mai activă a operațiunilor de sterilizare și reducerea diferențialului între dobânda la facilitatea de credit și dobânda la facilitatea de depozit. După cum au observat Ban și Gabor (2014) renunțarea graduală la operațiunile de sterilizare după 2008 și menținerea diferențialului mare între dobânda la facilitatea de credit și dobânda la facilitatea de depozit a fost o metodă de a descuraja așa numitul “joc al sterilizării” prin care băncile rezidente se împrumutau de la băncile mamă sau de pe piața interbancară internațională, schimbau acele sume în lei la BNR și le plasau în operațiunile de sterilizare ale BNR cu dobânzi mari și riscuri scăzute.

perioadă reflectând percepția pieței asupra costului riscului din fiecare țară. În această situație o politică monetară unică nu poate crea efecte simetrice. Corelația între dobânzile creditelor acordate companiilor și dobânzile de pe piața monetară este similară în țările ECE dar mai slabă decât în ZE. Iar în ceea ce privește dobânda la creditele pentru locuință corelația este apropiată de ZE în Polonia și converge către ZE în România după 2014 odată cu de-euroizarea creditării. Pentru România îmbunătățirea mediului de afaceri care să reducă percepția riscului finanțării companiilor este necesară pentru ca costul finanțării să nu fie un handicap în comparație cu celelalte țări din ECE.

3.2.6.5. Euroizarea

Gradul de euroizare a creditelor este o piedică în transmisia politicii monetare, precum analiza din secțiunea precedentă a arătat, și un argument pentru grăbirea adoptării monedei unice pentru rezolvarea asimetriei valutare între datorii în euro și active/venituri în monedă națională. Desigur, în măsura în care are loc de-euroizarea economiei, foarte acestui argument slabeste. Conform FMI (2015) ponderea în valută a creditelor bancare acordate sectorului privat este semnificativă în România, Bulgaria și Ungaria din țările ECE. În noiembrie 2014 aceste ponderi se situau la 54% în Bulgaria, 50% în Ungaria, 56% în România, 30% în Polonia și 10% în Cehia. În august 2016 ponderea creditelor în valuta scăzuse la 44% în România, ceea ce exprima un trend salutar de de-euroizare (care ajută creșterea robusteții economiei).

Cum cea mai mare parte a creditelor în valută este în euro adoptarea monedei unice ar da acces băncilor la facilități de finanțare de ultimă instanță în euro. Trebuie spus că și în prezent majoritatea băncilor din ECE¹³⁸ fiind în proprietatea băncilor din ZE au acces indirect prin băncile mamă la finanțare în euro. În plus rezervele internaționale deținute de țările ECE depășesc volumul creditelor în valută. Analiza FMI (2015) arată că o pondere a creditelor în valută în jur de 60% ar determina o scădere a calificativului acordat de investitori creditelor (Investors' Country Credit Rating¹³⁹) cu până la 10 puncte, iar o pondere de sub 40% ar afecta percepția investitorilor în mod pozitiv.

Studiul lui Copaciu și alții (2016) analizează efectul euroizării printr-un model DSGE estimat pentru România și, găsește un efect contracționist asupra PIB al unui șoc de primă de risc ce determină deprecierea monedei autohtone în raport cu euro și se transmite prin efectul de bilanț datorat expunerii antreprenorilor cu datorii în euro la riscul cursului de schimb. Efectul contracționist este mai mare cu cât gradul de euroizare este mare adică ponderea antreprenorilor finanțați în euro este mai mare. Valoarea de referință pentru gradul de euroizare este cea care corespunde ponderii creditelor în euro de 45% în total credite. Valorile alternative pentru gradul de euroizare mare corespund ponderii de 90% a creditelor în euro în total credite și gradul de euroizare redus corespunde ponderii de 10% a creditelor în euro în total credite. Indirect studiul

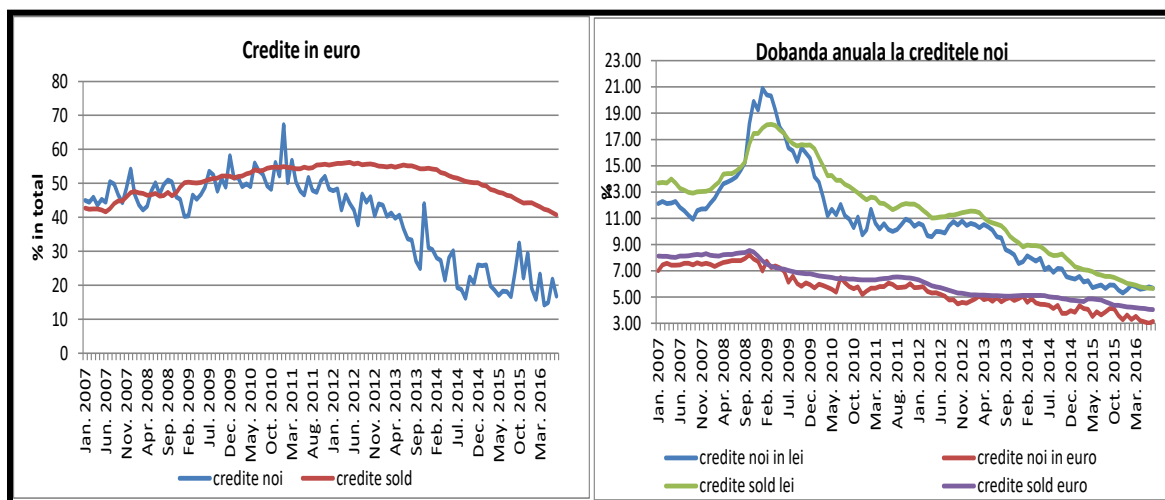
¹³⁸ Conform indicatorilor financiari structurali ai BCE (Structural Indicators for the EU Banking Sector, 2016) activele bancare ale subsidiarelor și filialelor instituțiilor de credit din UE în 2015 erau de 36,1 mld euro din totalul de 48,6 mld euro în Bulgaria, 182 mld euro din totalul de 206,6 mld euro în Cehia, 46 mld euro din totalul de 112,4 mld euro în Ungaria, 222 mld euro din totalul de 394,2 mld euro în Polonia și 62,2 mld euro din totalul de 92,3 mld euro în România.

¹³⁹ Indicele IIR se bazează pe răspunsurile anonime ale economiștilor și analiștilor financiari din bănci, fonduri monetare, firme de brokeraj. Răspunsurile sunt ponderate cu dimensiunea expunerii instituțiilor din care provin, astfel că IIR măsoară direct atitudinea investitorilor față de riscul suveran.

arată că un curs de schimb flexibil mărește efectul șocurilor negative când gradul de euroizare este mare.

Din 2011 în România a început procesul de-euroizării. Ponderea creditelor noi acordate în euro a scăzut gradual de la peste 60% în 2010 la sub 20% în 2016. Scăderea a avut loc în paralel cu reducerea diferențialului între rata dobânzii la creditele noi acordate în lei și cele acordate în euro (Grafic 3.39), care în iulie 2016 a ajuns la 2.4 puncte procentuale și poate fi considerat ca reprezentând costul riscului de curs valutar.

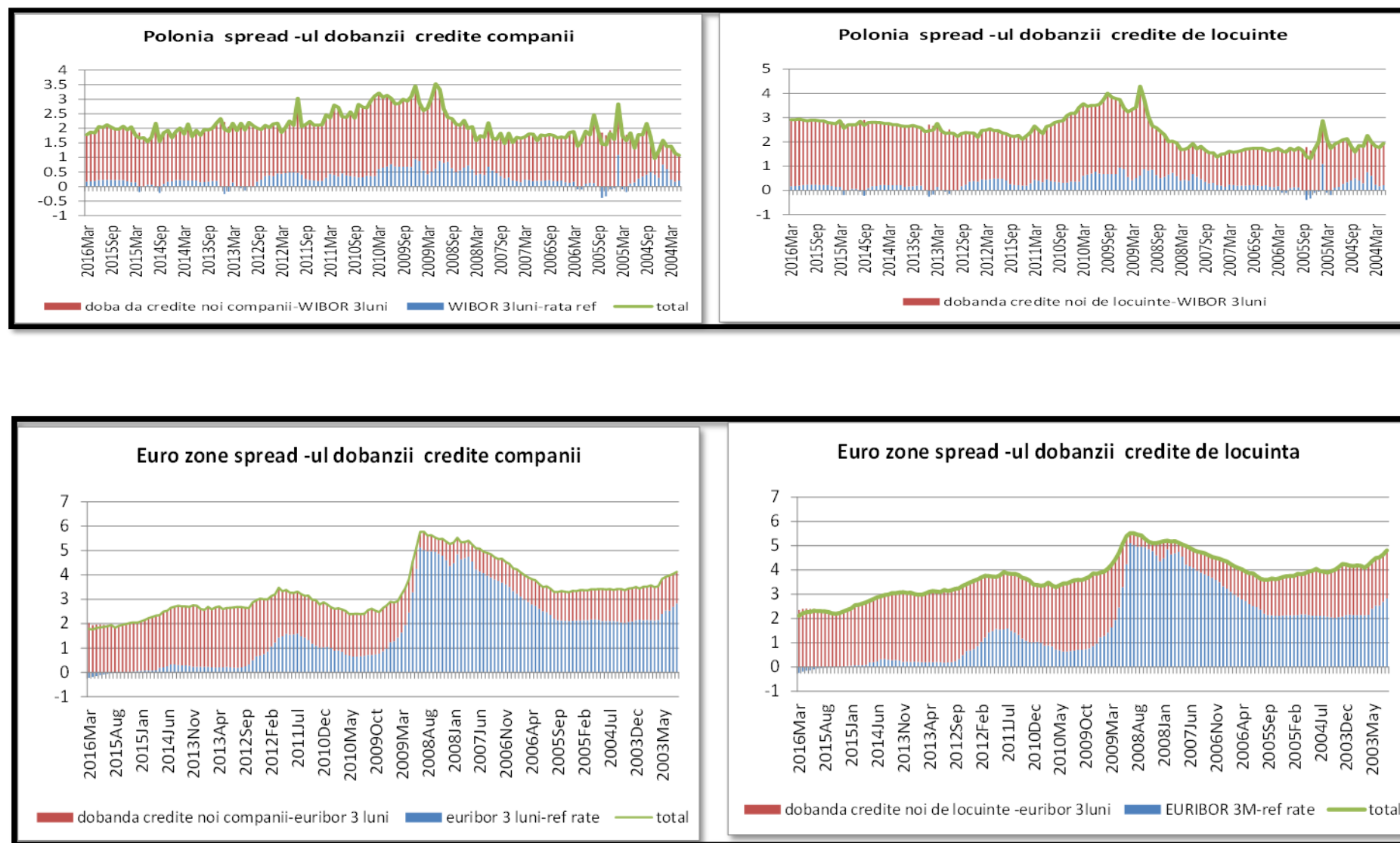
Grafic 3.39: Creditele în euro, volume și dobânzi, ianuarie 2007 - iulie 2016



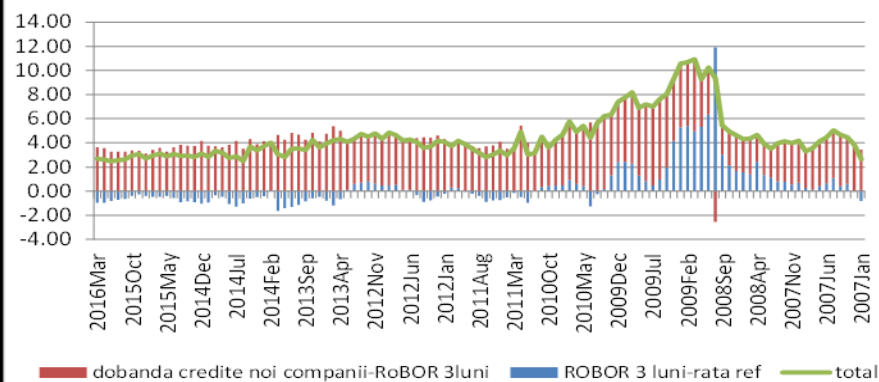
Sursa:BNR

Atâta timp cât diferențialul de dobândă se menține scăzut există premisele ca cererea pentru creditele în lei să se mențină și cu timpul gradul de euroizare a soldului creditului să se reducă către nivelul benign de 10%. Există riscul ca diferențialul să crească. Diferența dintre dobânda la creditele în lei în sold și dobânda la creditele în lei noi s-a risipit în al doilea trimestru din 2016 indicând o stabilizare a dobânzii. Pe când aceeași diferență la creditele în euro este încă pozitiv indicând o continuare a scăderii dobânzii. În plus dacă condițiile economice din România vor necesita o întărire a politicii monetare înainte ca BCE să facă același lucru, atunci diferențialul de dobândă între creditele în lei și creditele în euro va crește. Rămâne opțiunea măsurilor prudențiale pentru manipularea ofertei de credite în favoarea monedei domestice.

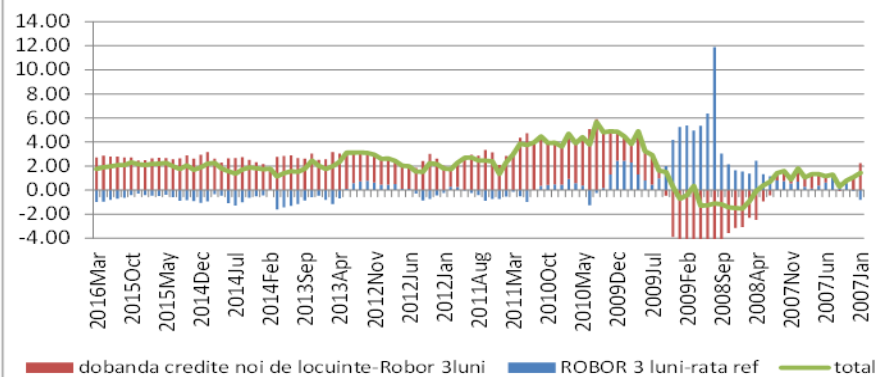
Grafic 3.40: Spread-ul dobânzilor pentru diverse tipuri de credite în statele ECE



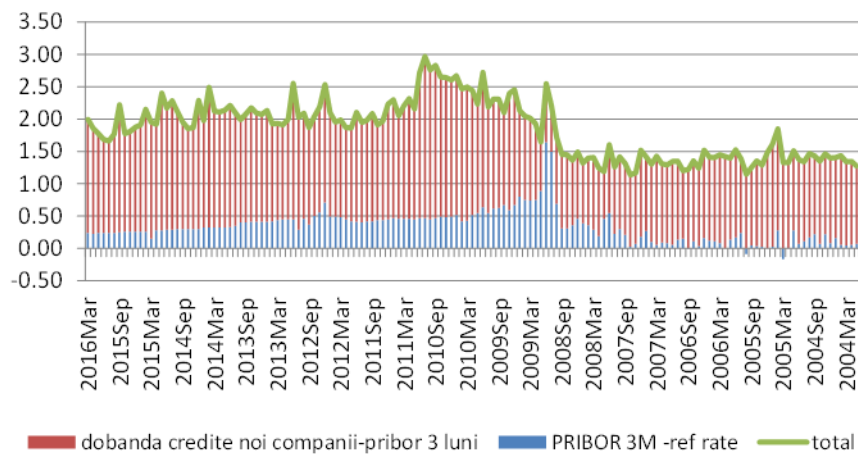
Romania spread -ul dobanzii credite companii



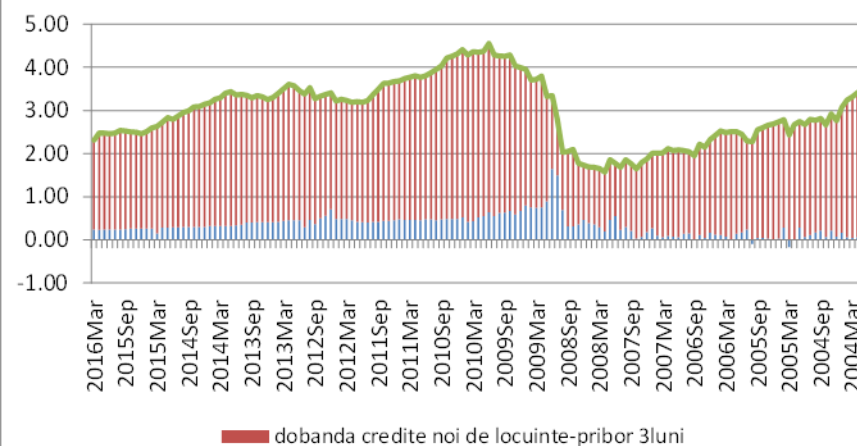
Romania spread -ul dobanzii credite de locuinte

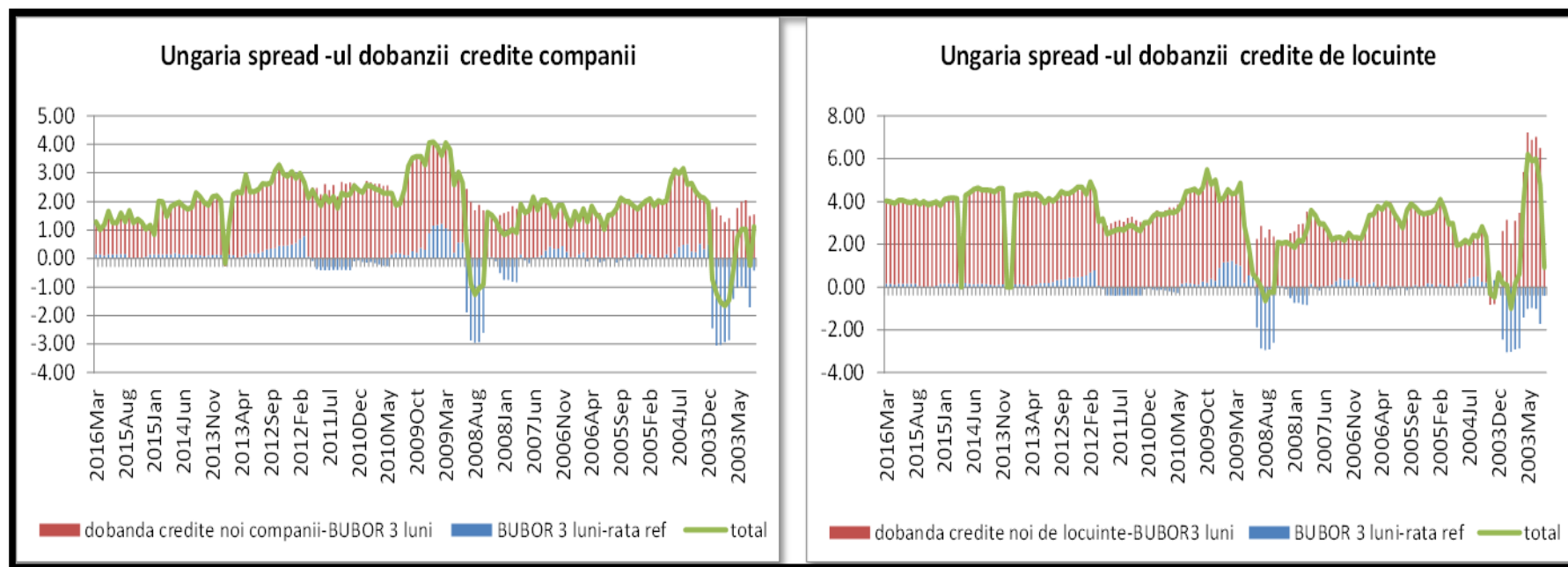


Cehia spread -ul dobanzii credite companii



Cehia spread -ul dobanzii credite de locuinte





Sursa: Bănci centrale ale României, Ungariei, Cehiei, Poloniei, BCE

3.3. Mecanisme de absorbție a șocurilor

În contextul în care în 1999 ZE pornea la drum cu o politică monetară comună dar nu și cu o politică fiscală comună, s-a apreciat că sănătatea fiscală este o condiție esențială pentru stabilitatea uniunii monetare. În lipsa unei politici fiscale comune, în cadrul ZE stabilizarea macro-economică la nivel național revine în întregime politicii fiscale, ca unic instrument macro-economic rămas la îndemâna autorităților naționale. Renunțarea la instrumentul cursului de schimb în cadrul UEM a implicat acordarea unui rol sporit stabilizatorilor fiscali la nivel național pentru a ajuta economiile să se ajusteze la șocurile asimetrice.

Inițial, PSC a fost gândit ca o modalitate de a susține și induce disciplina fiscală. Regulile acestuia nu au asigurat suficientă flexibilitate pentru a face față crizelor ciclice, după cum nu poate fi un înlocuitor pentru coordonarea politicilor economice. Buti și alții (2003) arată că îmbunătățirea eficienței stabilizatorilor automați este cel mai bun lucru care se poate face în cazul UEM. Eficacitatea stabilizatorilor automați poate fi însă diferită funcție de specificitatea fiecărei țări, de propria structură, propriile caracteristici. În plus, mărimea stabilizatorilor automați depinde de mulți factori, precum intervenția statului în economie, structura veniturilor bugetare, caracterul progresiv al impozitului pe venit, etc. Prin urmare, e posibil ca în anumite țări efectul stabilizatorilor automați să nu fie suficient (Blanchard, 2000), moment în care devine necesară politica fiscală discreționară¹⁴⁰.

Spațiul fiscal la nivelul statelor membre fiind restrâns politica monetară a preluat sarcina susținerii economiei ZE după declanșarea crizei. Dar pentru eficacitatea transmiterii deciziilor de politică monetară în economii a fost necesar un proces comprehensiv de reparare a bilanțurilor băncilor afectate de ciclul financiar anterior și îmbunătățire a calității integrării financiare prin regândirea structurilor de stimulare a alocării eficiente a creditelor și a canalelor de partajare a riscului când crizele financiar apar. Teoria ZMO recomandând integrarea financiară nu a ținut seama de instabilitatea financiară care poate surveni în urma fluxului și refluxului de capital între țări. Această instabilitate este cu atât mai mare cu cât sistemele bancare sunt mai fragile. De aici nevoia unui sistem unic de supraveghere și a unui sistem unic de rezoluție, piloni UB. Acești piloni ar trebui completați de o schemă colectivă de garantare a depozitelor și de un fond de rezoluție solid.

Această secțiune are patru părți. Primele trei se ocupă de analiza capacității politicii fiscale din România, iar ultima analizează sănătatea sistemului bancar. Ambele analize se bazează pe comparații cu țările ECE și ZE.

¹⁴⁰ Aici trebuie avute în vedere ambele componente ale politicii fiscale – componenta endogenă și cea exogenă. Politica fiscală exogenă se referă la acțiunea decidenților de politică fiscală la evoluțiile ciclice ale activității economice; politica fiscală endogenă se referă la reacția decidenților independent de evoluțiile activității economice (măsuri de tip one-off, măsuri promovate o singură dată, în funcție de context).

3.3.1. Reguli versus discreționarism în statele membre din Europa Centrală și de Est

Evoluția soldului bugetar structural surprinde discreționarismul politicii fiscale, în timp ce soldul bugetar ciclic reflectă acțiunea stabilizatorilor fiscali automați. În tabelul de mai jos se poate vedea natura politicii fiscale în perioada 2001-2017 (estimare CE) pentru statele ECE, atât efectul discreționar (impulsul fiscal), cât și efectul stabilizatorilor automați. În perioada analizată se poate observa caracterul preponderent prociclic al politicii fiscale, atât în perioade de recesiune cât și de expansiune, determinat pe baza modificării în componenta bugetară structurală (impuls fiscal), ceea ce denotă că funcția de stabilizare macro-economică a politicii fiscale a fost practic nefuncțională în cazul statelor ECE (este adevărat, caracterul pro-ciclic al politicii fiscale¹⁴¹ s-a dovedit a fi o caracteristică inclusiv a statelor dezvoltate și mai ales a celor periferice din ZE, cu implicații semnificative asupra întregii ZE).

În perioada analizată componenta bugetară ciclică a atins un maxim de 2,5% în România (antrenat de un output gap pozitiv de 7,3%), un maxim de 2,4% în cazul Cehiei la un output gap de 5,6%, 2,2% în cazul Ungariei și doar 1,6 în cazul Poloniei, mult însă sub nivelul statelor din interiorul ZE. Nivelul redus al stabilizatorilor fiscali automați a dezavantajat economiile ECE în perioada de expansiune, însă a avantajat în perioada de recesiune, deoarece scăderea economiei a avut un impact relativ mai redus asupra soldului bugetar ciclic. În plus, criza financiară a redus potențialul de creștere economică în toate statele analizate, ceea ce a condus la o mărime a decalajelor de producție mai scăzută.

Putem observa, de asemenea, că mărirea deficitelor bugetare ciclice în perioadele de decalaj de producție negativ a fost mai redusă decât a surplusurilor bugetare ciclice în perioadele de expansiune economică, ceea ce a fost benefic atât pe perioada de expansiune când surplusurile mai mari au îmbunătățit situația finanțelor publice cât și în perioadele de recesiune când componentele ciclice au devenit negative afectând însă mai puțin datorită mărimii relativ reduse. După cum se poate observa din tabelul următor, cea mai mare componentă ciclică negativă a fost de -1,6% în cazul României, -1,2% în cazul Cehiei, destul de ridicată în cazul Poloniei -2,3% și relativ aproape în cazul Ungariei -2,2%.

În ceea ce privește gradul de discreționarism versus intensitatea stabilizatorilor automați, aceștia din urmă au atenuat efectele pro-ciclicității fiscale înregistrată în perioada de expansiune economică. Cu toate acestea, trebuie remarcat că deficitele bugetare structurale au fost superioare surplusurilor bugetare ciclice, ceea ce a condus la majorarea deficitelor bugetare efective precum și la inducerea în eroare a analizei situației reale a finanțelor publice. În perioada de recesiune economică, influența stabilizatorilor automați s-a redus, accentuând efectele restrictive și pro-ciclice ale măsurilor discreționare de politică fiscală.

¹⁴¹ Vezi și studiul lui Croitoru (2012)

Tabel 3.31: Natura politicii fiscale în statele ECE

	Output gap RO	Impuls fiscal RO	Stabilizatori automați RO	Output gap CZ	Impuls fiscal CZ	Stabilizatori automați CZ	Output gap PL	Impuls fiscal PL	Stabilizatori automați PL	Output gap HU	Impuls fiscal HU	Stabilizatori automați HU
2001	-2,4	-	-0,8	0,7		0,3	-2,5		-1,3	-0,4		-0,2
2002	0,0	-0,7	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-4,3	-0,9	-2,3	0,4	5,1	0,2
2003	1,5	0	0,5	-0,1	0,2	0,0	-4,4	0,8	-2,3	0,7	-1,5	0,4
2004	4,9	0,8	1,6	0,8	-3,4	0,3	-2,8	-0,2	-1,5	2,0	-0,1	1,0
2005	3,8	-0,6	1,3	2,4	1,1	1,0	-2,6	-1	-1,3	3,2	2	1,6
2006	5,9	2	2,0	4,7	0,2	2,0	0,0	1	0	4,4	2,1	2,2
2007	5,6	0,6	1,9	5,6	-1,2	2,4	3,1	-0,1	1,6	2,8	5	1,4
2008	7,3	3,3	2,5	4,4	0,9	1,9	2,8	1,6	1,5	2,5	-1,7	1,2
2009	-2,0	0,8	-0,7	-2,1	0,6	-0,9	1,5	3	0,8	-4,3	-2,3	-2,1
2010	-3,9	-3,2	-1,3	-1,2	-0,7	-0,5	1,4	0,1	0,7	-3,3	0,4	-1,6
2011	-3,8	-1,5	-1,3	-0,3	-1,3	-0,1	2,3	-2,2	1,2	-1,5	1,8	-0,7
2012	-4,9	-2,1	-1,6	-1,6	0,6	-0,7	0,4	-2,1	0,2	-3,3	-3	-1,6
2013	-3,1	-0,9	-1,0	-2,8	-3,1	-1,2	-1,2	-0,5	-0,6	-2,4	0,7	-1,2
2014	-2,1	-0,9	-0,7	-2,2	0,0	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5	-0,7	0,5	-0,4
2015	-1,1	0,2	-0,4	0,0	0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,3	0,1	2	0,0
2016	0	2,4	0,0	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0	0,5	0,1	0,2
2017	0,3	0,6	0,1	0,7	0,1	0,3	0,4	0,7	0,2	1,0	0,3	0,5

Sursa: Comisia Europeană, calcule proprii

3.3.2. Sustenabilitatea finanțelor publice în statele membre din Europa Centrală și de Est

În Fiscal Sustainability Report, Comisia Europeană prezintă analiza de sustenabilitate a finanțelor publice la nivelul țărilor UE, evaluând pe baza a trei indicatori agregați ¹⁴² vulnerabilitățile financiare/ fiscale /bugetare prezente și viitoare. Sistemul de indicatori corespunde procedurilor de avertizare timpurie. La nivelul analizei integrate de sustenabilitate a finanțelor publice conform acestei proceduri putem constata că pe termen scurt niciuna dintre țările analizate nu prezintă riscuri.

Pe termen mediu Cehia are un risc scăzut atât în ceea ce privește analiza de sustenabilitate a datoriei publice cât și la nivelul indicatorului agregat S1, Ungaria are un risc mediu la sustenabilitatea datoriei publice și unul scăzut la nivelul S1, Polonia are un risc mediu atât în ceea ce privește analiza de sustenabilitate a datoriei publice cât și la nivelul indicatorului agregat S1 iar România prezintă un risc crescut la analiza de sustenabilitate a datoriei publice și unul mediu la nivelul indicatorului agregat S1. În ceea ce privește termenul lung, doar Ungaria prezintă risc scăzut, Cehia, Polonia și România având asignate riscuri de nivel mediu.

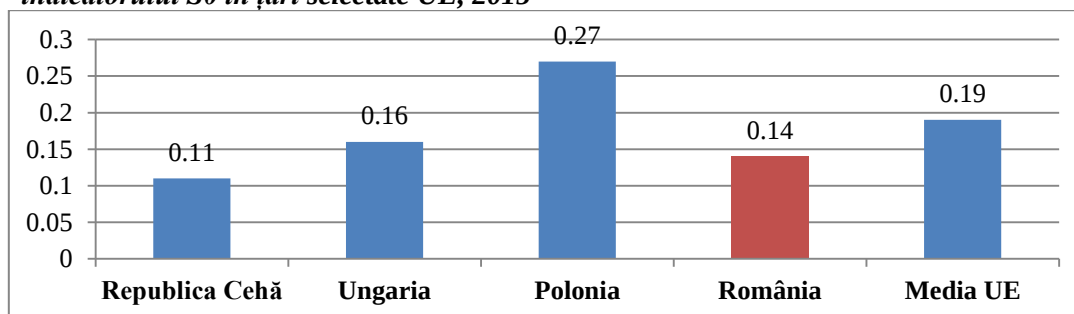
Tabel 3.32: Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice în țări selectate UE, 2015

Țara	Analiza de sustenabilitate pe baza riscului pe termen scurt S0	Analiza riscului de sustenabilitate a datoriei publice	Analiza riscului de sustenabilitate pe termen mediu S1	Analiza integrată a riscului pe termen mediu	Analiza riscului de sustenabilitate pe termen lung S2
Cehia	scăzut	Scăzut	scăzut	scăzut	mediu
Ungaria	scăzut	Mediu	scăzut	mediu	scăzut
Polonia	scăzut	Mediu	mediu	mediu	mediu
România	scăzut	Ridicat	mediu	ridicat	mediu

Sursa: Comisia Europeană - Fiscal Sustainability Report, 2015

Riscurile pe termen scurt sunt evaluate prin nivelul și dinamica indicatorului S0, indice agregat ce cuprinde 14 variabile fiscal bugetare și 14 variabile financiare. Valoarea prag de avertizare a riscului de apariție a unui episod de fiscal stress pe termen scurt a fost estimată pentru 2015 la valoarea de 0,43 puncte, cu o valoare de 0,35 puncte la domeniul fiscal bugetar și 0,45 la domeniul financiar.

Grafic 3.41: Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen scurt pe baza indicatorului S0 în țări selectate UE, 2015



Sursa: Comisia Europeană - Fiscal Sustainability Report, 2015

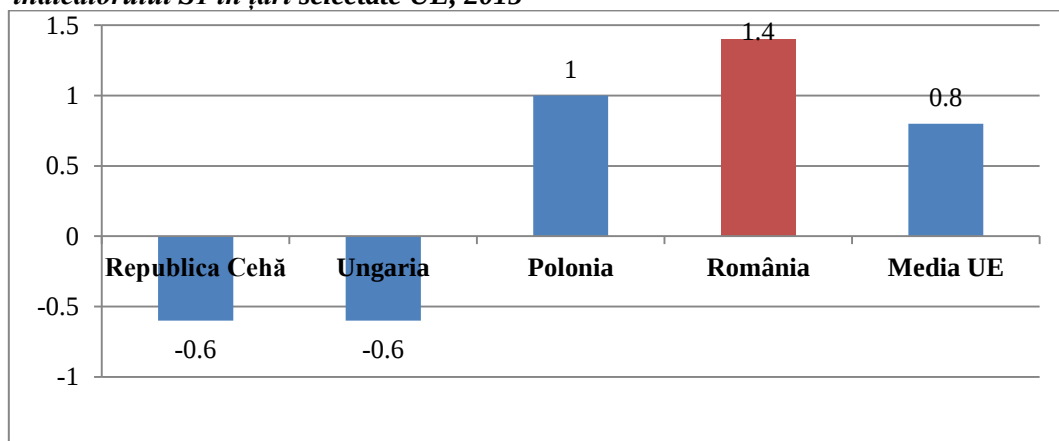
¹⁴² S0 - estimează riscul financiar și fiscal pe termen scurt, S1 pe termen mediu și S2 pe termen lung

Indicatorul S1 măsoară necesarul de ajustare în soldul bugetar primar pe o perioadă de 5 ani astfel încât să fie respectată condiția de solvabilitate a finanțelor publice¹⁴³. Se estimează un risc ridicat în ceea ce privește sustenabilitatea datoriei publice a României pe termen mediu și un risc mediu pentru Ungaria și Polonia la același indicator. Aceasta înseamnă că există riscul ca peste 10 ani valoarea datoriei publice să depășească 60% din PIB dar trebuie spus că analiza suferă prin reducăționismul ipotezei luate în calcul (scenariul de baza - menținerea situației bugetare din prezent). În prezent datoria publică a României se afla sub valoarea înregistrată de majoritatea statelor membre UE, dar dinamica accelerată și caracterul pro-ciclic al politicii fiscale necesită atenție și prudență.

Sustenabilitatea datoriei publice în România a fost analizată și de BNR din patru perspective: dimensiunea acesteia, maturitatea reziduală, costul de finanțare și structura bazei de investitori. După dimensiunea acesteia, pragul critic estimat de BNR este situat între 40 și 45%. Potrivit raportului BNR, chiar în condițiile în care costurile actuale cu datoria publică s-ar menține, precum și creșterea economică la nivelul PIB potențial, un deficit bugetar anual de circa 3% din PIB ar conduce la depășirea pragului critic în următorii trei ani. Deși costurile de finanțare au scăzut constant, un factor de risc îl reprezintă o eventuală creștere a costurilor de finanțare, în contextul normalizării politicilor monetare la nivel internațional, sau dacă fenomene de sudden stops pe piete financiare ar mari în mod substanțial marje de risc pentru economii emergente. Maturitatea medie reziduală a crescut, gradul de concentrare a bazei de investitori în titluri de stat pe piața primară a scăzut, evoluții esențiale pentru reducerea necesarului anual de finanțare și implicit a riscului de refinanțare. Episoadele prin care a trecut România în anul 1999 și 2009 au arătat însă că riscul de refinanțare poate fi chiar mai periculos pentru sustenabilitatea datoriei publice decât nivelul acesteia (BNR, 2015).

A doua analiză de sustenabilitate pe termen mediu se referă la indicatorul S1 (fără analiza de sustenabilitate a datoriei publice) unde Cehia și Ungaria înregistrează un risc scăzut iar Polonia și România un risc mediu.

Grafic 3.42: Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen mediu pe baza indicatorului S1 în țări selectate UE, 2015



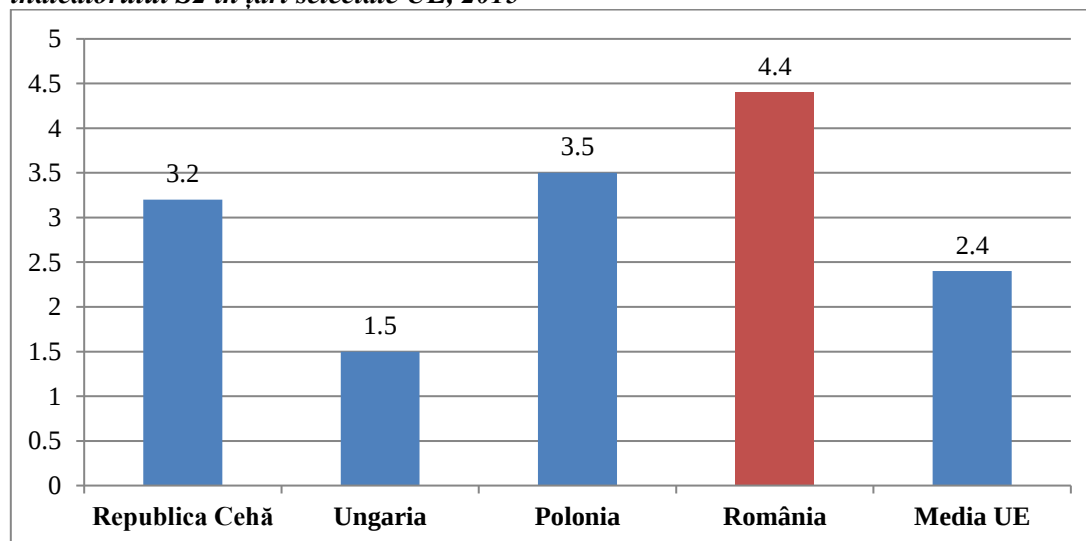
Sursa: Comisia Europeană - Fiscal Sustainability Report, 2015

Notă pragurile utilizate pentru a analiza sustenabilitate prin intermediul indicatorului S1 sunt stabilite astfel: Dacă S1 este mai mic ca zero se asignează un risc scăzut, dacă S1 este cuprins între 0 și 2,5 se asignează risc mediu iar peste 2,5 risc ridicat

¹⁴³ Se pleacă de la ipoteza rămânării constante a situației fiscal bugetare din anul de bază și de la ținta de nedepășire a pragului de datorie publică la 60% din PIB.

Referitor la sustenabilitatea finanțelor publice pe termen lung, CE estimează indicatorul S2 adică ajustarea în soldul bugetar primar necesară pentru a acoperi necesarul de finanțare aferent datoriei publice plus costurile legate de îmbătrânirea demografică și cheltuielile mai mari de îngrijire a sănătății aferente acestui proces.

Grafic 3.43: Analiza de sustenabilitate a finanțelor publice pe termen lung pe baza indicatorului S2 în țări selectate UE, 2015



Sursa: Comisia Europeană - Fiscal Sustainability Report, 2015

România are una dintre cele mai ridicate niveluri de risc de sustenabilitate pe termen lung¹⁴⁴ necesarul de ajustare fiind de 4,4% din PIB. Cu toate că au fost implementate reforme în domeniul pensiilor consecințele economice negative ale îmbătrânirii demografice se vor arăta pe termen lung, măsurile structurale legate de acest proces fiind urgente¹⁴⁵. Atât Polonia cât și Cehia înregistrează un risc mediu legat de sustenabilitatea pe termen lung.

3.3.3. Spațiul de manevră al politicii fiscale

Dupa cum a fost arătat în capitolele anterioare, în România spațiul de manevră a politicii fiscale este redus. Acest lucru se întâmplă atât ca urmare a caracterului prociclic al acestei politici, cât și din punctul de vedere al ponderii veniturilor bugetare colectate în PIB, sau a modului în care sunt prioritizate și realizate cheltuielile statului. Privind dinspre partea de venituri, analiza datelor arată că România are o pondere a veniturilor bugetare foarte redusă, atât față de media ZE (aproximativ 47% din PIB în 2014), dar și în comparație cu statele în dezvoltare din ECE (Cehia avea în 2014 o pondere de 40,3%, Ungaria de 46,9%, iar Polonia 38,7%), principalele cauze ale acestui fenomen în România sunt: ineficiența colectării, indisciplinarea fiscală, mărimea economiei subterane, administrarea slabă combinată cu corupția și birocrăția, etc.

¹⁴⁴ A patra poziție cea mai nefavorabilă la nivelul țărilor UE.

¹⁴⁵ Aici nici poziția bugetară inițială nu ajută o valoare rezonabilă a acestui indicator.

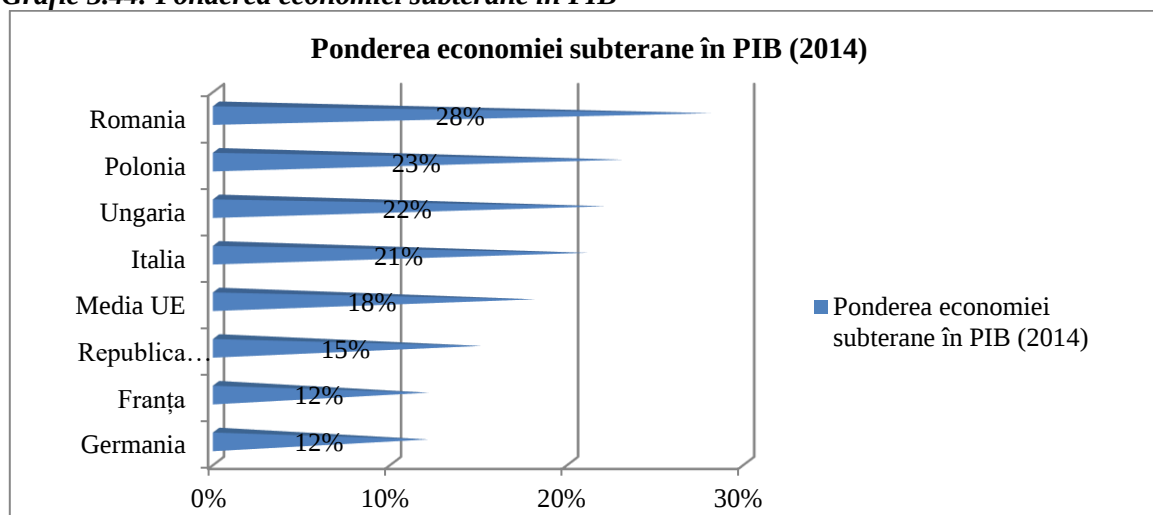
Tabel 3.33 Ponderea veniturilor bugetare și fiscale (% din PIB)

Ani/ Țări	ZE, venituri		Cehia, venituri		Germania, venituri		Ungaria, venituri		Polonia, venituri		România, venituri	
	fisca le	bugeta re	fisca le	buget are	fiscal e	bugeta re	fisca le	bugeta re	fisca le	bugeta re	fisca le	bugeta re
2000	40.8	45.4	32.5	36.9	41.5	45.6	39.2	44.1	33.8	39	30.4	33.8
2001	39.9	44.7	32.4	37.2	39.6	43.8	38.1	43.2	33.8	40.2	28.8	32.6
2002	39.6	44.2	33.4	38	39.1	43.3	37.5	42.1	34.0	40.4	28.4	32.9
2003	39.6	44.1	34.1	42.1	39.4	43.6	37.5	42	33.4	39.6	27.9	31.7
2004	39.2	43.8	34.6	39.4	38.5	42.6	37.2	42.3	33.0	38.4	27.7	32.2
2005	39.4	44.1	34.2	38.7	38.5	42.8	36.8	41.7	34.0	40.3	28.3	32.3
2006	39.9	44.6	33.9	38.5	38.8	43	36.7	42.3	34.6	41	29.0	33.1
2007	40.0	44.7	34.4	39.3	38.8	43	39.7	45	35.5	41.3	29.6	35.4
2008	39.6	44.4	33.1	38.1	39.2	43.4	39.7	45.1	35.2	40.6	28.3	33.2
2009	39.3	44.4	32.1	38.1	39.6	44.3	39.2	46	32.3	37.7	27.0	31.5
2010	39.2	44.3	32.6	38.6	38.2	43	37.5	45	32.0	38.4	26.9	32.7
2011	39.7	44.9	33.7	40.3	38.7	43.8	36.9	44.2	32.5	39	28.1	33.7
2012	40.7	46.1	34.2	40.5	39.3	44.3	38.6	46.2	32.8	39	27.9	33.6
2013	41.2	46.7	34.8	41.4	39.4	44.5	38.2	46.8	32.8	38.4	27.4	33.3
2014	41.5	46.8	34.1	40.3	39.5	44.7	38.4	46.9	33.0	38.7	27.7	33.6

Sursa: Eurostat, 2016

După cum se poate observa din graficul de mai jos, țările ECE considerate în analiză (cu excepția Cehiei) au o pondere a economiei subterane substanțial mai mare decât media UE (18%). Cu o pondere a economiei subterane de 28% din PIB, România este pe locul doi în UE după Bulgaria (31% din PIB).

Grafic 3.44: Ponderea economiei subterane în PIB

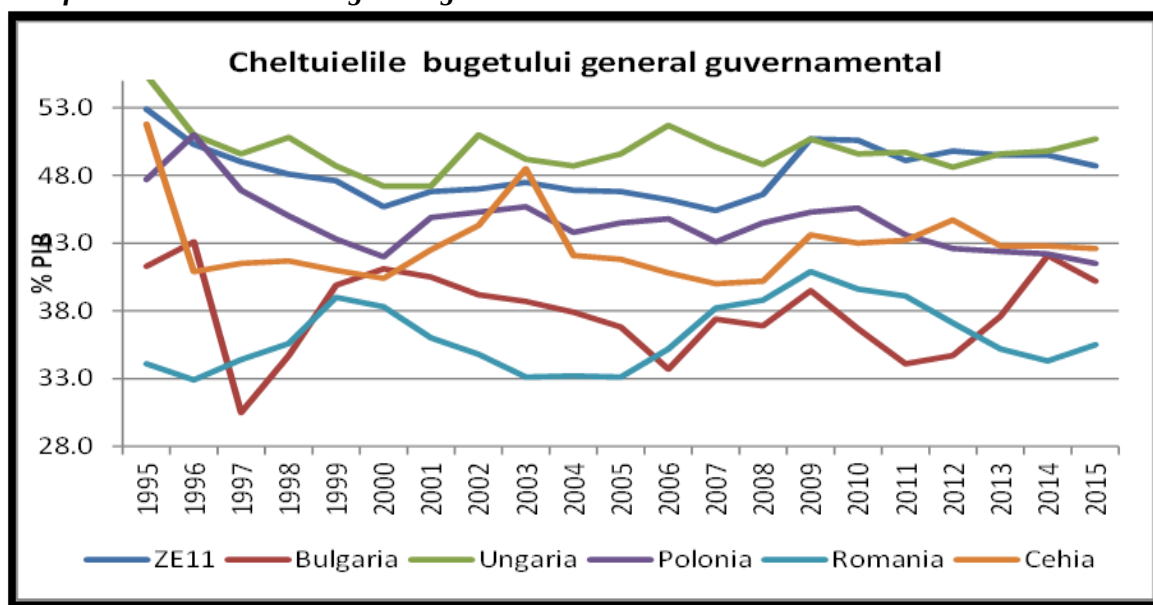


Sursa: Fr. Schneider (2015), disponibil la

<http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2015/ShadEcEurope31.pdf>

Spațiul de manevră a politicii fiscale este redus având în vedere veniturile bugetare reduse raportate la PIB. Cheltuielile bugetului general guvernamental ale României s-au încadrat în banda de 33-38% din PIB, cu două excepții 1999 și perioada 2008-2011 care a împins România în procedura de deficit excesiv.

Grafic 3.45: Cheltuielile bugetului general

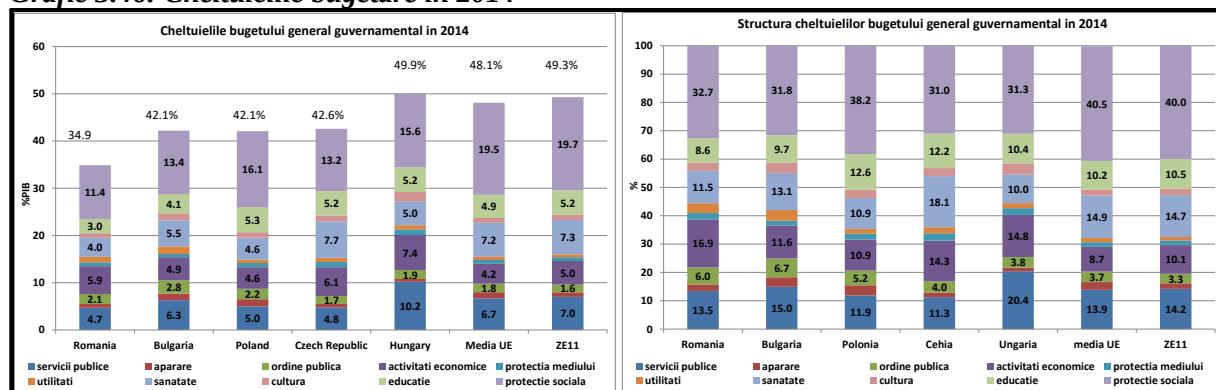


Sursa: Eurostat

Distribuția cheltuielilor bugetare (Grafic 3.46) relevă faptul că, domenii care afectează dezvoltarea resursei umane, de care depinde creșterea potențialului de dezvoltare, precum sănătatea și educația, au o pondere de 20.1% în total cheltuieli bugetare comparabilă cu cifra Ungariei, dar mai mică decât în ZE11 (25.2%), UE (25.2%) sau celelalte țări din ECE - Bulgaria (22.8%), Polonia (23.5%) și Cehia (30.3%). O parte semnificativă a cheltuielilor bugetare

(16.9%), mai mare decât în ZE11 și celelalte țări din ECE, se îndreaptă către activități economice indicând faptul că există un număr însemnat de întreprinderi în proprietate de stat¹⁴⁶.

Grafic 3.46: Cheltuielile bugetare în 2014



Sursa: Eurostat

Disparitățile regionale ale României față de alte state din UE (Grafic 3.47 și Grafic A3.2) generează costuri precum irosirea resurselor umane și/sau pierderea resurselor umane prin migrație; pierderi de resurse bugetare, atât prin încasări fiscale reduse cât și prin cheltuieli de protecție socială mărite; care conduc în cele din urmă la frânarea creșterii economice și periclitarea coeziunii sociale. Prioritățile politicilor economice trebuie să includă reducerea disparităților regionale prin creșterea mobilității forței de muncă și revitalizarea economică a zonelor sărace.

Din analiza datelor regionale¹⁴⁷ privind veniturile primare¹⁴⁸ și venitul disponibil net¹⁴⁹ al gospodăriilor per capita în perioada 2000-2013 se desprind câteva concluzii (Tabel 3.34). Prima, în România sunt cele mai mari disparități regionale comparativ cu oricare stat mare membru al UE (GE, IT, F, SP PL) atât înainte cât și după redistribuirea fiscală; atingerea raportului de 1,5 între veniturile/capita din regiunile bogate și cele sărace precum este în Germania și Franța ar trebui să fie o țintă pe care să o urmărească politicile regionale din România. A doua, redistribuirea fiscală regională diminuează decalajele de venituri în fiecare stat analizat prin faptul că în regiunile sărace povara contribuțiilor sociale/impozitelor pe venit și patrimoniu este compensată de prestații sociale mai mari decât în regiunile bogate. A treia, în țările din UE gospodăriile din fiecare regiune indiferent de dimensiunea venitului pe locuitor contribuie pozitiv la finanțele publice (prin contribuții sociale sau impozite pe venit și patrimoniu) cu puține excepții temporare.

¹⁴⁶ Georgescu (2015), utilizând datele financiare ale întreprinderilor care au depus bilanțurile în anul 2013, a arătat că au existat 540 companii de stat cu profit net de 4,5mld lei (față de 251.860 companii private cu un profit net de 53,5mld lei) și 400 de companii de stat cu o pierdere de 3mld lei (față de 263,500 companii private cu o pierdere de 39 mld lei).

¹⁴⁷ Conform Nomenclatorului Unităților Teritoriale stabilită de legea 315/2004 care corespunde cerințelor regulamentului CE 1059/2003 privind Nomenclatorul comun al unităților teritoriale de Statistică.

¹⁴⁸ Venituri de care dispun gospodăriile populației datorită participării lor directe la procesele de producție și veniturile pe care le obțin ca proprietari de active financiare sau de active corporale în schimbul punerii acestora la dispoziția unei alte unități instituționale.

¹⁴⁹ Venitul primar + prestații sociale și transferuri curente – impozite pe venit și patrimoniu - cotizații sociale - alte transferuri.

România este singura țară unde gospodăriile din regiunile sărace primesc sistematic o parte din contribuțiile sociale încasate în regiunile bogate (București-Ilfov). După 2008 doar gospodăriile din regiunea București-Ilfov au fost net contributori la finanțele publice. Este perpetuată asistarea socială, ca substitut pentru lipsa posibilității de câștig din muncă, cu puternice implicații de hazard moral. Situația este similară cu Polonia de la începutul anilor 2003. A patra, România încasează cel mai puțin la bugetul de stat din fiscalitatea pe gospodării nu doar pentru că veniturile sunt mai mici ci și pentru că colectarea este mai slabă. În România comparativ cu Polonia venitul disponibil net pe capita din gospodăriile populației este 77%, iar suma netă plătită de gospodării la buget este de doar 29%. Diferența mare este datorată unei probleme de colectare având în vedere că dimensiunea economiei subterane este comparabilă în cele două țări.

Tabel 3.34: Venitul primar si venitul disponibil brut pe locuitor în regiuni NUTS2 în 2013

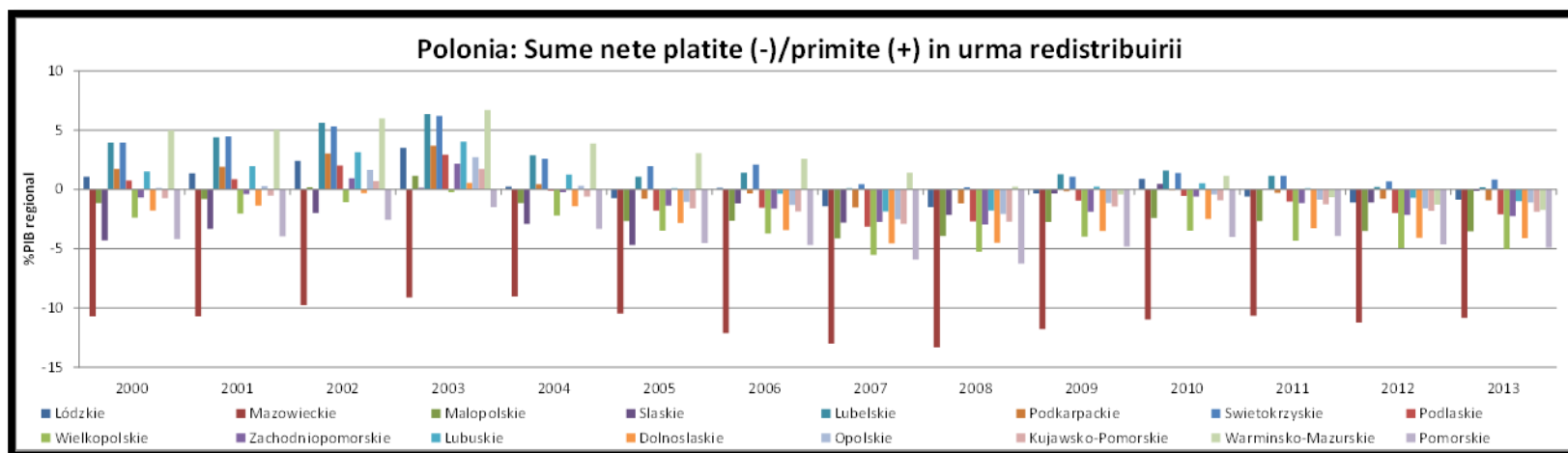
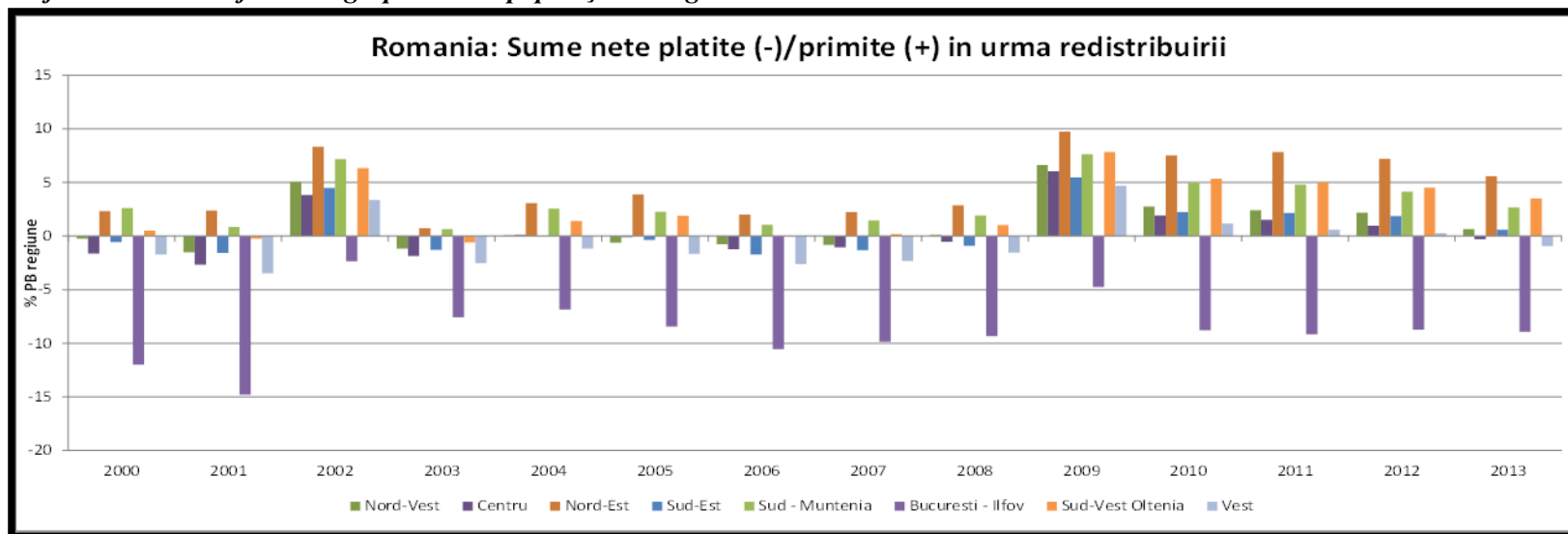
	DE	FR	IT	ES	PL	CZ	HU	RO
Număr unitatea teritoriale NUTS2¹⁵⁰	38	27	21	19	16	8	7	8
Venit primar/locuitor, mii euro								
Media pe țară	24,9	22	18,4	14,1	6,5	8,6	5,9	4,8
În regiunea cea mai săracă	17,4	18	11,5	9,8	4,9	7,3	4,3	3,4
În regiunea cea mai bogată	33	30,4	25,6	20	9,1	11,9	7	9,4
Raportul regiune bogată/regiune săracă	1,9	1,7	2,2	2	1,9	1,6	1,6	2,7
Venit disponibil net/loc, mii euro								
Media pe țară	20,8	19	16,6	13,2	6,1	7,6	5,4	4,7
În regiunea cea mai săracă	17,1	16,2	11,8	10,1	4,8	6,7	4,7	3,7
În regiunea cea mai bogată	24,9	22,6	21,2	17,7	7,3	10	5,6	7,9
Raportul regiune bogata/regiune săracă	1,5	1,4	1,8	1,7	1,5	1,5	1,2	2,1
Sume nete plătite de gospodării la buget în urma redistribuirii								
%PIB	11,7	9,4	6,7	4,2	4,2	6,3	4,8	1,2

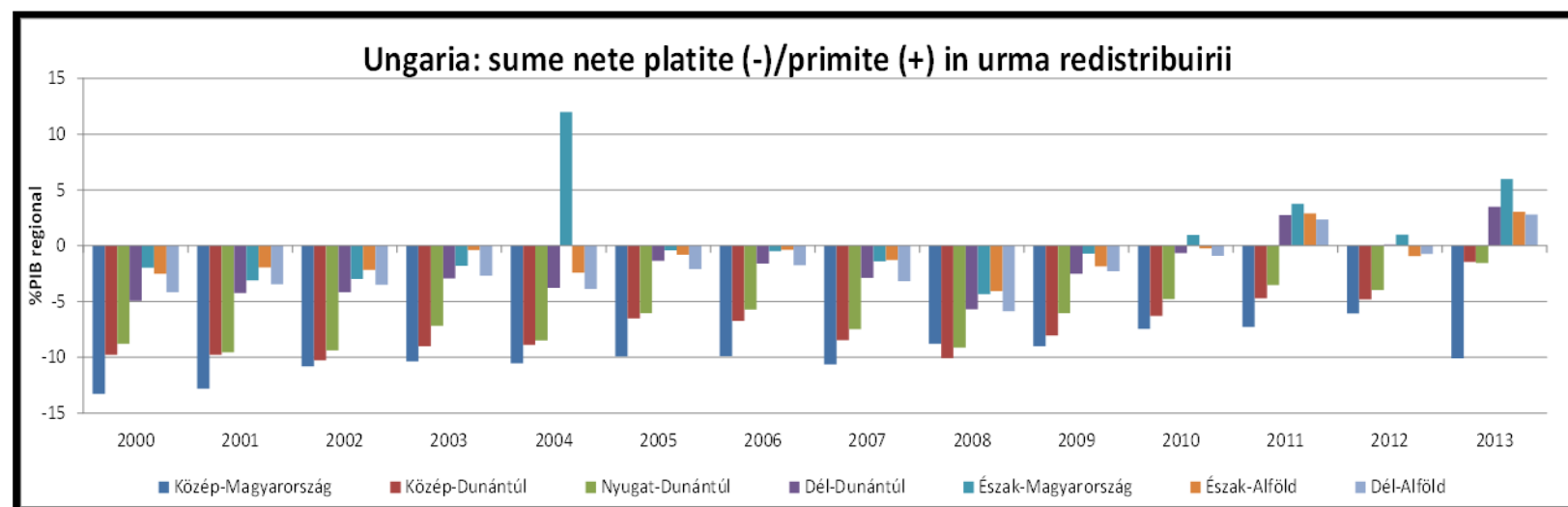
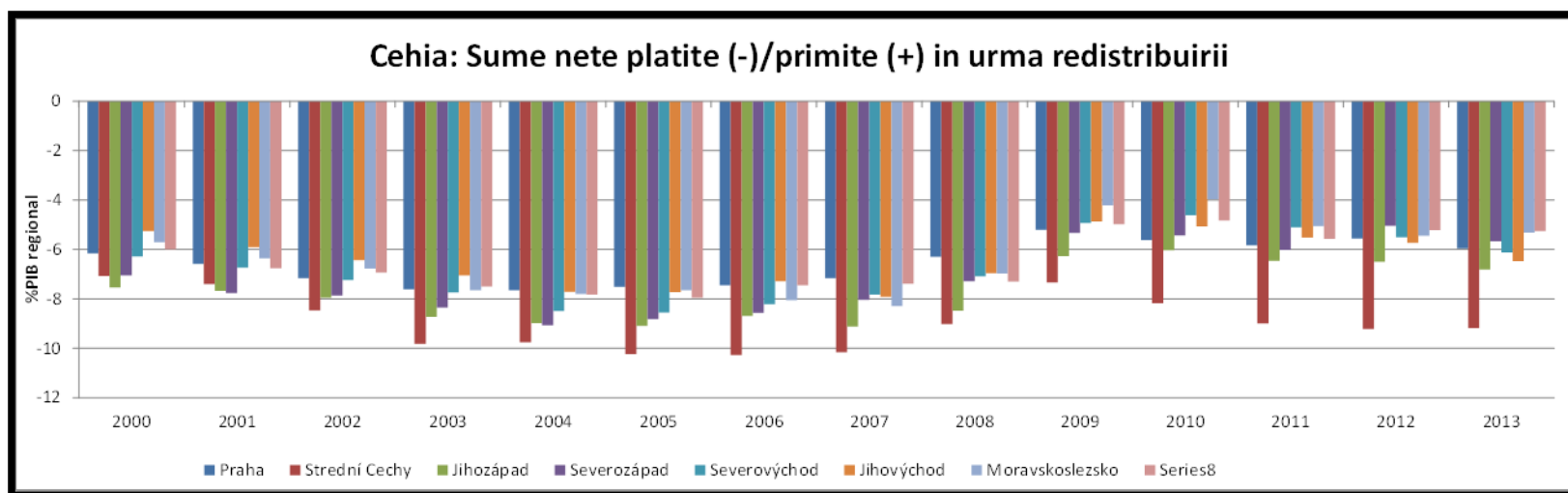
Notă: Populația unităților teritoriale NUTS2 este cuprinsă între 0,8 și 3 milioane; venit primar gospodării = excendent brut de exploatare + remunerarea salariaților + venituri din proprietate primite – venituri din proprietate plătite; venit disponibil net gospodării = venit primar + prestații sociale + (indemnizații de asigurări-daune) + transferuri diverse – impozite curente pe venit, patrimoniu – cotizații sociale – alte transferuri

Sursa: Eurostat

¹⁵⁰ Populația unităților teritoriale NUTS2 este cuprinsă între 0,8 și 3 milioane persoane.

Grafic 3.47: Povara fiscală a gospodăriilor populației în regiunile NUTS3 în ECE





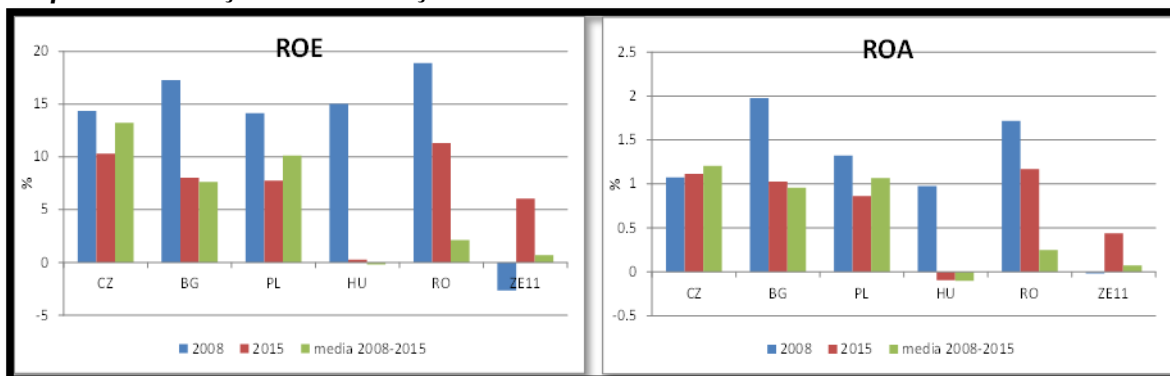
Sursa: Eurostat

3.3.4. Sistemul bancar și măsurile prudențiale

Sectorul financiar joacă un rol atât în îmbunătățirea capacității economiei de a absorbi șocurile cât și în accentuarea contagiunii la șocurile externe. Cele două roluri sunt negativ corelate și de aceea măsurile pentru întărirea primului rol duc implicit la moderarea celui de al doilea rol.

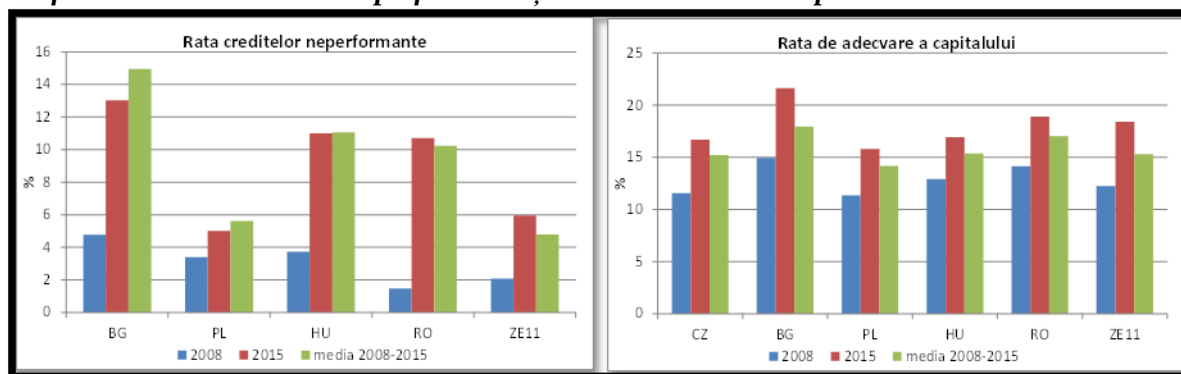
Profitabilitatea sistemului bancar a fost ridicată în momentul izbucnirii crizei financiare, dar a scăzut odată cu recesiunea. Profitabilitatea medie a perioadei 2008-2015 este mai mică decât în țările din regiune, cu excepția Ungariei, dar mai mare decât media ZE11 (Grafic 3.48). Un factor care a influențat în mod negativ profitabilitatea a fost creșterea ratei creditelor neperformante (Grafic 3.49), care a impus o conduită prudentă de creditare după 2008, astfel că intermedierea financiară a scăzut de la 40,7% în 2011 la în 30,5% în 2015. Partea pozitivă este că trendul ratei creditelor neperformante s-a inversat din 2014, sistemul bancar angajându-se într-un proces amplu de curățare a bilanțurilor sub coordonarea băncii centrale.

Grafic 3.48: ROE și ROA în ECE și ZE11



Sursa: BCE

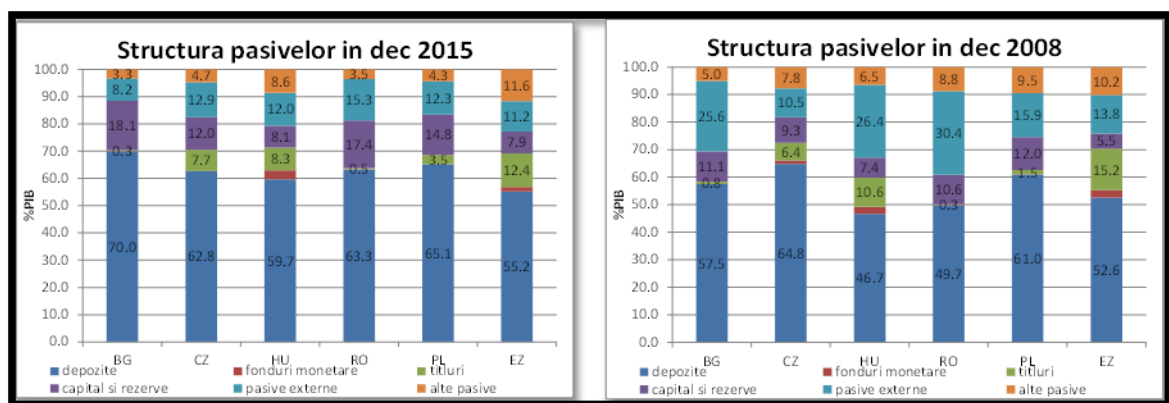
Grafic 3.49: Rata creditelor neperformante și rata de adecvare a capitalului



Sursa: BCE

Reziliența sistemului bancar la șocurile adverse se bazează pe puternica capitalizare (Grafic 3.49) bazată pe aportul de capital a băncilor mamă (Grafic 3.50). Ponderea capitalului în pasivele totale ale sectorului bancar a crescut de la 10,5% în 2008 la 17,4% în 2015, fiind a doua cea mai mare după Bulgaria în regiune și mult mai ridicată comparativ cu media ZE.

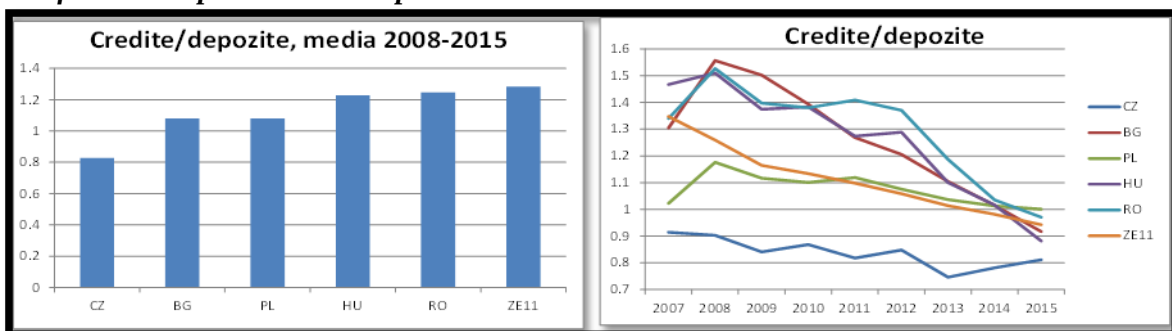
Grafic 3.50: Structura pasivelor



Sursa: BCE

După 2008 băncile s-au concentrat pe substituirea finanțării externe cu economisirea internă, raportul dintre credite și depozite scăzând de la 1,3 în 2008 la 0,86 în 2015. Astfel România s-a încadrat în trendul internațional (Grafic 3.51).

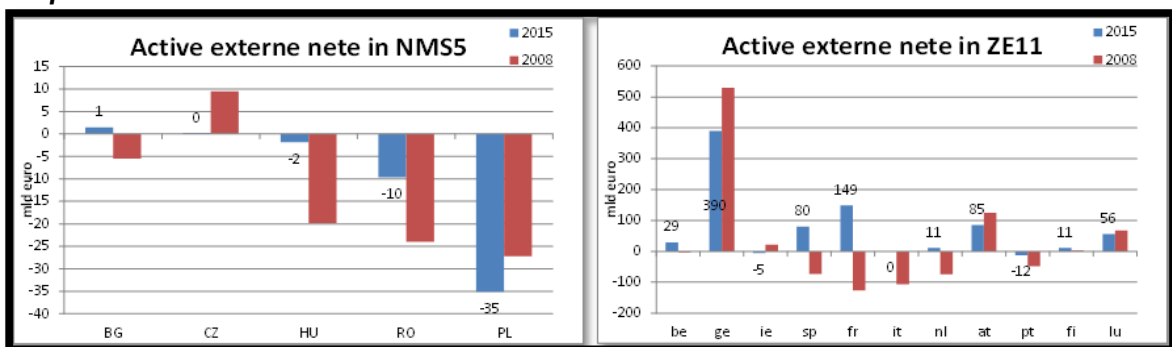
Grafic 3.51: Raportul credite/depozite



Sursa: BCE

Cu toate acestea sistemul bancar românesc, ca de altfel și cel polonez și maghiar, rămâne dependent de finanțarea străină. Poziția activelor externe nete atestă acest lucru (Grafic 3.52). Tendința de a elimina dependența de fondurile externe ale sistemelor bancare din ECE s-a aliniat cu tendința din țările ZE11, unde se observă că doar Portugalia și Irlanda mai au activele externe nete negative în 2015. Țările cu active nete pozitive în 2008, precum Germania, Luxemburg și Austria, și-au diminuat poziția în 2015.

Grafic 3.52: Active externe nete în statele ECE versus ZE11

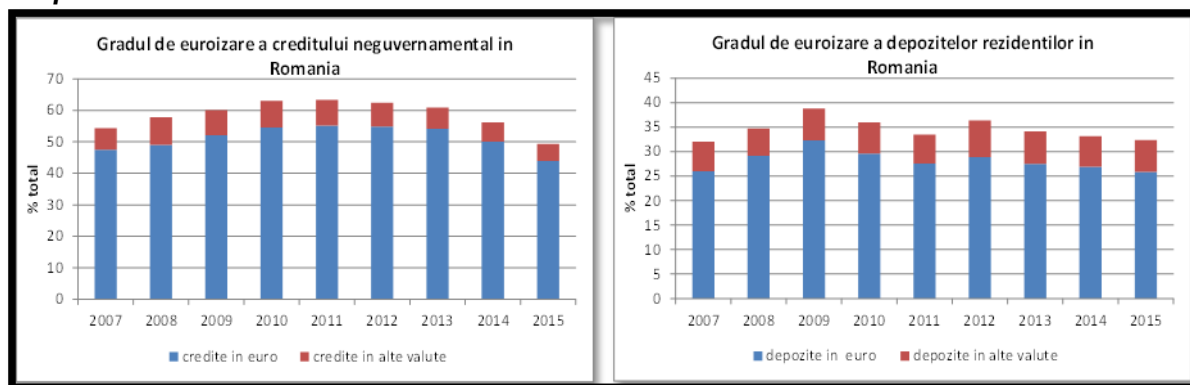


Sursa: BCE

Gradul de euroizare mare atât a depozitelor cât mai ales a creditelor ar pleda pentru adoptarea euro, pentru confortul existenței împrumutătorului de ultimă instanță în euro (Grafic 3.53). Dar

aderarea la euro înseamnă și aderarea la UB, ceea ce înseamnă cedarea din prerogativele de supraveghere către BCE cu menținerea responsabilității stabilității financiare la nivelul autorităților naționale¹⁵¹. Pe de altă parte, se manifestă un proces de de-euroizare a creditării. Trendul ponderii creditelor în valută este în scădere, iar cel al ponderii depozitelor în valută este constant. Dacă acest lucru continuă, atunci volumul creditului în valută ar putea egala volumul depozitelor în valută. În iulie 2016 creditul neguvernamental în valută depășea depozitele rezidenților în valută cu 2,7 mld euro (decalajul maxim s-a înregistrat la dec 2011 și a fost de 11mld euro).

Grafic 3.53: Gradul de euroizare



Sursa: BNR

Reziliența sectorului bancar la șocurile adverse s-a îmbunătățit în ultimii ani. Raportul subunitar al creditelor față de depozite și nivelul înalt de capitalizare indică posibilitatea expansiunii creditelor și astfel creșterea intermedierei financiare care actualmente este la nivelul cel mai scăzut din UE. Odată cu reluarea creditării probabil companiile nu vor avea motive pentru a redistribui valoarea adăugată atât de mult în defavoarea muncii.

¹⁵¹ Lungu și Kállai (2014) analizează pe larg argumentele pro și contra aderării la UB înainte de adoptarea monedei unice.

CAPITOLUL 4

CONCLUZII ȘI RECOMANDĂRI

Situația din Europa nu poate fi disociată de ce se întâmplă în lume. Țările industrializate, economia globală, trec printr-o perioadă foarte dificilă, ce nu este de scurtă durată. Cauze țin de criza financiară profundă (*Marea Recesiune*), trenduri structurale (inclusiv dinamica productivității), schimbări tehnologice de amploare care afectează piața muncii, demografie, distribuția veniturilor în societate, evenimente extreme (*tail events*), tensiuni geopolitice, etc. În plus, UE se confruntă cu provocări nemaiîntâlnite de la înființare, unele dintre ele, după cum afirmă chiar lideri politici de vârf, de natură existențială. Criza ZE este o astfel de provocare, alături de imigrație. Înțelegerea problematicii europene, a procesului de aderare la ZE, reclama deci contextualizare, deslușirea proceselor din economia globală.

Analiza noastră subliniază două pre-condiții fundamentale pentru aderarea la ZE: a/ realizarea unei mase critice de convergență reală *ex ante* (înainte de aderare) și, îndeplinirea unor condiții de ordin structural; b/ reformarea mecanismelor și a aranjamentelor de politici (*policies*) ale ZE. Este de la sine înțeles că aderarea va fi o decizie politică, care trebuie să se bucure de cât mai larg sprijin democratic, al cetățenilor.

Analiza noastră nu ignoră imperative de ordin strategic (geopolitic) ce pot grăbi aderarea la ZE.

4.1. Contextul global

În SUA creșterea economică a revenit la potențial, în timp ce în UE creșterea este anemică în cele mai multe economii (în ZE ouput-gap-ul este încă substanțial –după unele estimări este de peste 5% din PIB¹⁵²); excepție fac economiile emergente cu creșteri, în medie, de peste 3% din PIB. România are cea mai înaltă creștere din Uniune în 2016 – cca. 5%. În SUA și Europa situația economică este de judecat în relație cu măsurile extraordinare practicate de băncile centrale (rate de politică monetară foarte joase, negative chiar și alte operațiuni non-standard). Asia, ca regiune, continuă să aibă dinamica economică cea mai înaltă, deși economia chineză încetinește (probabil și ca urmare a schimbării modelului de creștere). Injecțiile masive de lichiditate practicate de mari bănci centrale, deși au ajutat la prevenirea unor necazuri mai mari în sistemele financiare, au efecte

¹⁵² „Cel mai bun model conform acestui criteriu de evaluare furnizează prognoze precise de inflație și arată că gap-ul negativ al PIB în ZE a fost în medie aproximativ de 6% în 2014 și 2015. Această estimare implică un gap mult mai larg între PIB-ul actual și cel potențial decât arătau evaluări alternative (care estimau gapul negativ al PIB între 2% și 3% pentru acea perioadă). O posibilă consecință a acestei concluzii este că politicile destinate stimulării cererii agregate (incluzând politici fiscale și monetare) ar trebui să aibă un rol chiar mai important în mix-ul de politică economică. (...) Evaluarea că încetinirea creșterii în ZE reflectă o scădere a creșterii potențiale mai degrabă decât lărgirea gap-ului PIB este departe de a fi evidentă, în principal deoarece PIB potențial și implicit gap-ul PIB sunt neobservabile” (Jarocinski și Lenza, 2016).

secundare detrimentale (inclusiv formarea de bule speculative). Programele de relaxare cantitativă (operațiunile non-standard ale BCE) complică politicile monetare ale economiilor emergente europene, tot astfel cum politica FED afectează economiile emergente în lume.

Linii de evoluție probabilă a economiei globale sunt descrise mai jos:

- Economia globală încetinește, ceea ce rezultă din acțiunea unor factori de natură structurală; această încetinire era evidentă încă înainte de criza financiară și economică și a fost accentuată de aceasta din urmă.

- Factorii structurali produc schimbări în propensiunea către investiții și cea pentru economisire (vezi Capitolul 2); pe acest fond, ratele reale ale dobânzii sunt considerabil mai scăzute.

- Presiuni dezinflaționiste ce caracterizează economia globală sunt de pus în relație cu „stagnarea seculară”, schimbări tehnologice, criza financiară, etc..

- Chiar dacă ratele dobânzilor, inclusiv cele de politica monetară scad, supra-îndatorarea (*debt-overhang*) diminuează înclinația pentru investiții.

- Supra-îndatorarea este o mare povară; pare mai ușoară în SUA, unde piețele de capital sunt vaste, în timp ce UE are supra-dependență de bănci (care au bilanțuri încă încărcate). Reducerea datoriilor mari (de-leveraging) nu se poate face rapid.

- Distribuția tot mai dezechilibrată a veniturilor tensionează societatea și erodează clasa mijlocie, ceea ce alimentează curente populiste și protecționiste; se văd aici limite ale globalizării neînfrânate.

- Noua revoluție tehnologică (noi tehnologii ale informației, ale comunicării, sau ale științei materialelor) ar putea aduce un nou avânt, ar putea ajuta o alocare mai bună a resurselor, care să îndrepte distorsiunile cauzate de exuberanță, precum și erorile din ultimele două decenii. Pe de altă parte, aceste procese sunt foarte dificil de realizat având în vedere că datoriile sunt mari, sistemul financiar este în continuare supra-dimensionat și fragil, există mari incertitudini. În plus, noile tehnologii pot crea mai puține slujbe decât distrug, cel puțin într-o primă fază (să ne gândim la robotizare).

- Are loc o redistribuire a puterii economice în lume, în favoarea zonei Pacificului, iar Europa este afectată puternic; numeroase „jocuri” devin cu sumă nulă în economia globală (ce câștigă unii, pierde alții), iar avantajate sunt economii ce combină inovațiile tehnologice larg diseminate cu costuri ale muncii competitive¹⁵³.

- Se manifestă puternice tendințe de fragmentare în economia globală, în UE.

- Condițiile din economia mondială sunt extrem de neobișnuite, ceea ce produce confuzie și incertitudine mare.

- Sunt evidente limitele modelelor cognitive pe care le folosim, iar politicile sunt în „ape necunoscute” (*uncharted territories*); un confort ar fi faptul că s-a evitat o situație economică precum a fost Marea Depresiune.

¹⁵³ Este ceea ce a remarcat Paul Samuelson cu ani în urmă (Journal of Economic Perspectives, 2004).

4.2. Zona euro și starea economiei românești

4.2.1. Zona euro

ZE are o dimensiune politică pronunțată, fiind gândită de fondatori ca inimă a procesului de integrare europeană. Ea aduce beneficii economice legate de schimburile comerciale, costurile tranzacțiilor, eliminarea riscului valutar și, „adăpostul” pe care euro îl aduce în raport cu șocurile puternice ce vin de pe piețele financiare, din economia globală. Dar ZE prezintă și riscuri, care au fost subestimate nu de puțini, și care au ieșit eclatant la lumină după erupția crizei financiare. De aceea, analiza aderării trebuie să le examineze, pentru ca decizia politică să fie informată și responsabilă.

Criza din ZE este legată de mecanisme și aranjamente de politici (policies) inadecvate. Credința că euro, în sine, va fi o forță cu acțiune inexorabilă pentru convergența reală s-a dovedit prea optimistă. Evidențe empirice arată că nu există mecanisme automate în ZE care să asigure o convergență reală sustenabilă pentru state mai puțin dezvoltate; motivele principale fiind, pe de o parte, instituții autohtone slabe, rigidități structurale, creșterea insuficientă a productivității iar, pe de altă parte, modul în care ZE funcționează.

Criza a scos în evidență slăbiciuni structurale și instituționale majore ale unor state participante la UEM. Aceste state (Grecia, Portugalia, Spania) au fost cele care înainte de criză au înregistrat ritmuri ridicate de creștere economică, însă tot aceste state s-au confruntat cu căderi bruște și semnificative ale PIB real per capita odată cu izbucnirea crizei. S-a văzut, totodată, că în ZE dezechilibrele externe, ca ilustrare a unor decalaje de competitivitate între statele membre, nu își pierd din relevanță.

Criza actuală a lărgit viziunea asupra modului în care trebuie analizată convergența reală cu ZE a unui stat membru. Acest lucru decurge din nevoia de convergență reală *sustenabilă*, sănătoasă, bazată pe fundamente economice puternice și nu conjuncturale; aceasta este poate una dintre cele mai importante lecții oferite de criză statelor pretendente la intrarea în ZE.

Mai jos reiterăm câteva constatări din Capitolul 1 și din Capitolul 2:

- ZE nu dispune de instrumente de amortizare a șocurilor asimetrice.
- Integrarea fiscală, fie și foarte graduală, este necesară pentru a face ZE viabilă pe termen lung.
- Eterogenitatea mare din ZE nu a ajutat funcționarea sa.
- BCE a avut un rol esențial în evitarea prăbușirii ZE.
- UB este un pas important în direcția bună, dar nu poate fi un substitut pentru reformarea mecanismelor de funcționare a ZE.
- UB este incompletă; are nevoie, între altele, de o schemă colectivă de garantare a depozitelor bancare și de un fond solid de rezoluție.
- Macro-economia ZE rămâne o mare problemă în măsura în care este nevoie de *policy stance* la nivelul ansamblului.
- Ratele de creștere economică din anii pre-criză nu mai sunt de atins; „stagnarea seculară” ce se profilează, ca și „deflationary bias” din ZE sunt bariere majore.
- Marile incertitudini influențează așteptările oamenilor, ale guvernelor și ale sectorului privat; aici sunt de menționat șocuri convenționale și ne-convenționale (*tail events*), care măresc inapetența la asumarea de riscuri.
- Robustețea/reziliența devine un obiectiv central al politicii economice. Guvernele naționale și instituțiile europene (inclusiv BCE) au în vedere acest obiectiv.

- Aderarea la ZE trebuie să fie judecată din perspectiva realizării unei mase critice de robustețe ex ante (care include drept componentă *competitivitatea*).

4.2.2. Economia românească

România îndeplinește în prezent criteriile oficiale de intrare în ZE. În România, stabilitatea macro-economică a fost realizată cu mari eforturi după anul 2010. Supra-încălzirea economiei¹⁵⁴, în anii pre-criză, a mers în tandem cu acumularea de dezechilibre mari care, odată corectate, au anulat câștigurile de venituri obținute anterior. României i-au trebuit 6 ani să revină la veniturile (la PIB-ul) din 2008. Notabil este că avântul economiei din ultimii ani nu a fost însoțit de o creștere mare a deficitelor externe. Se poate invoca aici contribuția fondurilor europene la finanțarea balanței de plăți. Dar sunt indicii că se produc mutații în capacitatea de export, remarcabil fiind aportul sectorului IT. Și serviciile de transport au cunoscut o creștere importantă. Aceste date pozitive nu anulează teza care spune că sunt necesare reforme structurale și investiții de o anumită natură pentru a depăși „capcana venitului mediu”.

Criza financiară actuală a arătat că simpla îndeplinire a unor criterii nominale este departe de a fi suficientă pentru ca o țară să beneficieze de pe urma intrării în ZE. În plus, s-a demonstrat că nevoia de politici economice care să asigure stabilitatea economică nu se termină odată cu adoptarea euro. O convergență reală sustenabilă reprezintă o condiție cheie pentru economiile care vor să adopte o monedă comună și să fie rezistente la șocuri adverse.

Decalajul mare de dezvoltare între România și ZE este piedica esențială în adoptarea monedei unice. ZE are deja o mare problemă de eterogenitate. În timpul crizei, diferențele mari de performanță economică dintre țări au condus la acumularea de dezechilibre externe tot mai mari, dezechilibre care, la rândul lor, au condus la crize de datorie suverană, după ce guvernele au preluat datoriile private la datoria publică. În lipsa unor instrumente comune de amortizare a șocurilor asimetrice, decalajele de dezvoltare din interiorul UEM generează dezechilibre precum în cazul crizei actuale, ceea ce va reclama corecții foarte costisitoare în plan social și politic.

Alături de problema decalajelor economice intervine funcționarea defectuoasă a ZE, care are nevoie de mecanisme și aranjamente suplimentare de politici. Aceste două probleme fundamentale indică dimensiunea riscurilor unei aderări premature la ZE; o aderare timpurie prezintă riscuri majore. Nici nu este de gândit că, în lumina lecțiilor funcționării ZE, ar fi acceptată de către țările care dau tonul în ZE¹⁵⁵. Este posibilă însă o aderare la UB înainte de aderarea la ZE.

Convergența și competitivitatea

Dacă înainte de izbucnirea crizei țările ECE devenite membre ale UE au înregistrat rate ridicate de creștere economică, în special în virtutea procesului de catching-up susținut de intrări mari de fluxuri de capital din ZE¹⁵⁶, actuala criză financiară a încetinit intrările de capital și

¹⁵⁴ În perioada când aceasta producea mult peste capacitatea sa potențială.

¹⁵⁵ Deși pot fi imaginate rațiuni geopolitice care să motiveze o intrare mai rapidă în ZE. Dar și în această situație trebuie judecate beneficiile economice ale aderării.

¹⁵⁶ Vezi și Becker și alții, Bruegel 2010.

traectoria de creștere economică, subliniind vulnerabilități structurale majore, mai ales în unele țări și necesitatea unor ajustări macro-economice de amploare. Nu în cele din urmă a fost reliefată nevoia de a schimba modelul de creștere economică. De aici a rezultat necesitatea promovării reformelor structurale în aceste state -și nu numai-, în vederea mobilizării rezervelor interne de eficiență, a creșterii potențialului economic și a dezvoltării în mod sustenabil.

Factorul esențial de realizare a convergenței reale este competitivitatea. O creștere mai rapidă a competitivității ar conduce la o reducere a decalajelor economice, politice, sociale și instituționale. Eficiența piețelor bunurilor, a muncii și a capitalului, care trebuie să țină cont de imperative sociale (o creștere economică inclusivă), ar favoriza un grad mai ridicat de valoare a afacerilor și potențarea motoarelor de creștere economică endogenă - investiții mai mari în inovare, cercetare-dezvoltare și capital uman. Toate acestea ar ajuta România și celelalte țări analizate în această lucrare - Polonia, Cehia și Ungaria - să treacă de la modelul economiilor bazate pe creștere de eficiență către modelul de dezvoltare specific economiilor bazate pe inovare.

Analizele realizate în cadrul lucrării arată probleme comune din punct de vedere al competitivității în regiunea considerată. Astfel, distanța față de standardele de referință ale Germaniei (ca cea mai performantă economie din Uniune) este una ridicată în ceea ce privește infrastructura, dezvoltarea instituțională, sofisticarea afacerilor și, mai ales, inovarea. Distanța cea mai mare este înregistrată de economia României, în vreme ce economia Cehiei se află la distanța cea mai mică comparativ cu economia Germaniei.

România are nevoie de o creștere economică sănătoasă, o creștere care să nu genereze dezechilibre greu de controlat. Într-un context în care potențialul economiei românești a fost sever afectat de criza financiară, intensificarea reformelor structurale, precum și stimularea surselor sustenabile de creștere economică (investiții în capital și tehnologie, cercetare-dezvoltare și inovare) și în sănătatea și educația capitalului uman sunt soluții potrivite, deși nu sunt ușor de pus în practică. Deficitul de performanță în domenii ca: dezvoltare-instituțională, infrastructură, complexitatea afacerilor și inovare poate fi diminuat considerabil prin accesul deplin al țărilor ECE la fondurile europene structurale și de coeziune. Probleme structurale ale economiei românești pot fi rezolvate prin utilizarea unui volum cât mai mare de fonduri europene. Investițiile străine directe (ISD) pot ajuta în continuare România să se dezvolte, mai ales dacă se vor implementa în domeniile ce favorizează formarea de avantaje competitive.

Dacă România și-ar păstra ritmul mediu de creștere înregistrat în perioada 2000-2015, atunci ar reuși să ajungă din urmă media ZE în 27 ani, în vreme ce 75% din media ZE ar putea atinge în 13 ani. Dacă ar crește (în mod sustenabil) în medie cu 5% pe an, atunci ar putea ajunge din urmă media ZE în 18 ani, iar nivelul de 75% din media ZE l-ar putea atinge în 9 ani, adică în 2024¹⁵⁷.

Rate de creștere de peste 5-6% anual în termeni reali sunt extrem de dificil de realizat în condițiile care se pre-figurează în economia europeană, în economia globală. Ne referim la spectrul unei *stagnări seculare* (Summers, 2014)¹⁵⁸, la gradul de supra-îndatorare (*debt-overhang*) din țările dezvoltate, la revenirea economică dificilă din ZE, la protecționism în creștere, precum și la alte tendințe de fragmentare, etc. Chiar o rată de creștere de 5% anual reclamă o mobilizare exemplară a rezervelor interne de eficiență și valorificarea resurselor pentru a trece la un alt model de creștere.

Este de subliniat însă că, aderarea la ZE nu reclamă atingerea în prealabil a mediei PIB/capita

¹⁵⁷ diferențialul de creștere economică ar fi de cca. 2,5 - 3%, având în vedere că în perioada analizată media ZE a fost de 1,18%, în timp ce media în România a fost de 3,68%.

¹⁵⁸ Vezi și Dăianu (septembrie 2016).

din ZE. Cum se argumentează în analiza noastră, se poate imagina aderarea după atingerea unui nivel de cca 75% din media ZE și îndeplinirea altor condiții structurale.

Țările care au adoptat moneda unică după 2007 au avut PIB/capita în PPS relativ la media UE28 în anul anterior adoptării monedei unice cuprins între 94%, în cazul Ciprului și 64%, în cazul Estoniei (o țară foarte mică care, până la adoptarea monedei unice, a avut Consiliu Monetar). Celelalte țări Baltice care au funcționat cu consilii monetare ani buni înainte de aderare la ZE au avut o medie în jur de 70%, iar alte țări (Cipru, Slovenia, Malta, Slovacia) o medie de 83%.

România credem ca trebuie să țintească un PIB/capita în PPS de cel puțin 75% din media UE la data aderării la ZE. Țările baltice nu sunt cazuri relevante având în vedere dimensiunea lor și aranjamentele de consiliu monetar care au predispus la această opțiune.

Convergența structurală

Balanța costuri-beneficii cu privire la adoptarea monedei unice depinde, în largă măsură, de compatibilitatea existentă între România și ZE din perspectiva structurii economice, a gradului de integrare comercială, de sincronizare a ciclurilor de afaceri în aceste economii, ș.a. Sincronizarea ciclurilor de afaceri între țările care formează o uniune monetară este considerată o „meta pre-condiție” necesară a fi îndeplinită în perspectiva adoptării monedei unice. Dacă ciclurile economice ale țărilor care participă într-o uniune monetară nu sunt sincronizate, o politică monetară centralizată nu poate stabiliza toate economiile simultan. În condițiile unei politici monetare unice, un stat care se află într-o fază a ciclului de afaceri distinctă comparativ cu a celorlalte țări din uniune se poate confrunta cu politici restrictive atunci când se află în recesiune, sau cu politici monetare expansioniste, atunci când se află în perioada de expansiune (politica monetară în ambele situații va fi nepotrivită, pro-ciclică).

Dacă economiile sunt puternic corelate și răspund similar la șocuri, pot face ajustările cu instrumente comune, fără a fi nevoie de o monedă pentru fiecare. În condițiile unor șocuri asimetrice, trebuie să existe alte mecanisme de ajustare, atât la nivelul piețelor (de exemplu, mobilitatea forței de muncă), cât și la nivelul politicii macro-economice (de exemplu, utilizarea stabilizatorilor fiscali, sau centralizarea fiscală și posibilitatea transferurilor fiscale în zona afectată de recesiune).

Analizele obținute confirmă o corelație foarte ridicată între ciclurile de afaceri ale statelor din nucleul ZE și ciclul de afaceri al întregii UEM¹⁵⁹. Dintre economiile periferice ale ZE, Spania a fost cea mai corelată cu ZE din punct de vedere a ciclurilor de afaceri¹⁶⁰. În schimb, ciclul de afaceri al Portugaliei a fost corelat în proporție de cel mult 70% cu ZE, în timp ce Grecia a fost cea mai divergentă economie a UEM.

În ceea ce privește statele ECE, economia Cehiei a fost de departe cea mai corelată cu cea a uniunii monetare cu valori înregistrate între 80 și 93%, valori superioare celor înregistrate în cazul Portugaliei, de exemplu. Polonia și Ungaria au înregistrat valori relativ asemănătoare, în timp ce România a manifestat cel mai scăzut grad de corelație între statele ECE analizate (41% și 76%). Astfel, potrivit teoriei ZMO, România ar avea cel mai mult de pierdut în urma renunțării la politica monetară proprie, mai ales că nu dispune de mecanisme interne alternative cursului de schimb,

¹⁵⁹ trei dintre cele mai importante economii din așa zisul nucleu (Germania, Franța și Italia) au un coeficient de corelație care ia valori între 93% și 99%.

¹⁶⁰ coeficienții de corelație luând valori între 79 și 84%.

suficient de puternice pentru a ajusta potențialele șocuri asimetrice.

Adoptarea monedei unice poate aduce beneficii mai mari decât costuri (beneficii nete) dacă structura economiilor pe sectoare de activitate a economiilor participante la uniunea monetară este similară. Mai mult, potrivit literaturii de specialitate, dar și evidențelor empirice rezultate din experiența ZE, chiar dacă aceste economii sunt intens corelate - grad ridicat de sincronizare ale ciclurilor economic - atâta timp cât există discrepanțe structurale între economiile ce formează o uniune monetară sunt șanse mari ca acestea să diveargă în viitor. Acest lucru se întâmplă deoarece, dacă există structuri economice diferite, atunci vor exista și răspunsuri diferite la șocuri comune. De altfel, experți ai CE subliniază¹⁶¹ că o carență mare a ZE este deficitul de “convergența OCA” (optimal currency area convergence). Prin urmare, creșterea gradului de convergență structurală constituie o condiție pentru reducerea probabilității manifestării unor șocuri asimetrice, asigurând în același timp și creșterea corelației ciclurilor de afaceri cu economiile integrate monetar.

Conform analizelor, România are cea mai diferită structură a economiei comparativ cu ZE, în special, ca urmare a unei ponderi foarte diferite față de ZE a agriculturii, industriei dar și a sectorului serviciilor. Dintre statele analizate Ungaria înregistrează cea mai redusă divergență structurală față de ZE pe întreaga perioadă analizată. Deși se poate spune că divergența structurală a crescut semnificativ, de la doar 19,2% în anul 2000, la 28,8% în 2015, totuși valorile sunt semnificativ mai mici decât în cazul celorlalte state analizate. Polonia, de exemplu, înregistra încă din anul 2000 o divergență de aproape 28%, pentru ca în 2015 să ajungă deja la cca 38%. În Cehia divergența sectorială de-a lungul aceleiași perioade a fost superioară atât Poloniei, cât și Ungariei, mai mică însă decât în cazul României. În 2000 economia cehă avea o structură divergentă față de cea a ZE în proporție de numai 32,2%, ajungând în 2015 la 40% divergență față de UEM. Ceea ce este de menționat aici, ca element de îngrijorare, este dinamica acestui indicator de-a lungul perioadei, respectiv tendința constantă de creștere a divergenței structurale vis-a-vis de ZE în cazul tuturor statelor analizate.

O cauză a decalajelor structurale constă în slaba contribuție a serviciilor (10,8% Germania, Franța 12,5%, Ungaria 8,4%, Polonia 6,9%, 6,5% în cazul Cehiei și doar 4,8% în cazul României), în special în ceea ce privește serviciile financiare (3% în cazul României față de 5% în ZE, 4,1% în cazul Poloniei și Ungariei și, 3,8% în medie în cazul Cehiei). Pe de altă parte, România înregistrează cea mai mare pondere a agriculturii în valoarea adăugată brută 8,6% în medie, față de doar 1,8% media în ZE, în perioada 2000-2015, 0,8% Germania, 2,5% Cehia, 3,1% Polonia, 4,4% Ungaria.

Trebuie spus însă că, analiza convergenței structurale trebuie să fie nuanțată. De exemplu, supra-financializarea economiei aduce și costuri. Și a avea o industrie puternică, ai zice disproporționată ca pondere în formarea PIB (cum este cazul Germaniei), nu este automat ceva rău. Este de văzut, deci, despre ce servicii vorbim, care este structura industriei și care sunt domeniile cu valoare adăugată înaltă.

Mai trebuie remarcat că diferențe între economiile din zona ECE și ZE vor persista mult timp, fie din cauza decalajelor de dezvoltare, fie din cauza poziției geografice, sau pur și simplu din cauza specializării specifice fiecărui stat în parte. De aceea, momentul aderării unui stat la ZE nu trebuie să fie dependent de compatibilizarea deplină a acestui cu ZE ci, mai curând, de atingerea unei mase critice de convergență structurală menită să-i asigure centura de siguranță necesară fenomenelor specifice uniunilor monetare.

¹⁶¹ De pildă, din discuții pe care Daniel Dăianu le-a avut cu Elena Flores și alți experți ai CE în cadrul unor dezbateri la Bruxelles. A se vedea și documente ale instituțiilor europene în acest sens.

Existența unor diferențe structurale foarte mari între economia românească și partea competitivă a ZE constituie un argument puternic în defavoarea adoptării monedei unice în anii imediați¹⁶².

Piața muncii este flexibilă în ceea ce privește numărul de ore lucrate, numărul persoanelor ocupate și structura ciclică a populației ocupate - mai puțin angajați și mai mulți lucrători pe cont propriu în recesiune și, mai mulți angajați și mai puțini lucrători pe cont propriu în expansiune. Aceste caracteristici combinate au dus la o redistribuire a valorii adăugate brute după 2008 tot mai mult în favoarea capitalului. Există o asimetrie în dinamica locurilor de muncă: distrugere rapidă și creare lentă¹⁶³. Analiza noastră a găsit două posibile explicații. Prima explicație provine din reglementările pieței muncii, care rigidizează procesul de angajare și impune o salarizare mai generoasă față de oricare altă țară din ECE a lucrului peste program; a doua explicație provine din insuficiența spiritului antreprenorial. România este ultima țară din UE în privința ponderii angajatorilor în rândul lucrătorilor pe cont propriu. Este posibil ca parte a spiritului antreprenorial să fie ecranată de economia subterană, a cărei dimensiune este printre cele mai mari din UE. Iar, creșterea susținută a salariului minim, care a ajuns aproape de limita maximă de 50%¹⁶⁴ până la care nivelul se consideră că ar fi adecvat, crește probabilitatea extinderii economiei subterane cu ocupațiile a căror productivitate este apropiată de nivelul salariului minim.

Mobilitatea între regiunile țării a forței de muncă este redusă, ceea ce perpetuează decalajul de venituri între regiuni. În schimb migrația internațională este foarte ridicată, ca urmare salariul de rezervă¹⁶⁵ (reservation wage) a unei persoane fără loc de muncă cu care aceasta compară salariul oferit de angajatorii din România, în mod frecvent nu este îndemnizația de șomaj sau ajutorul social din România, ci câștigul potențial din afara țării, care poate să depășească cu mult productivitatea muncii a locului de muncă vacant din țară. Astfel angajatorii din România pot fi în imposibilitatea de a crește numărul locurilor de muncă.

Ne întâlnim cu provocarea de a depăși ”capcana venitului mediu”, care implică trecerea la un alt model de dezvoltare; în plus, eliminarea factorilor care contribuie la menținerea productivității muncii reduse este de o importanță crucială pentru dezvoltarea României. Aici este de examinat și înclinația companiilor internaționale de a promova în România afaceri cu valoare adăugată mai înaltă (când deciziile se iau la centru). Se pune și problema dacă politici publice (industriale) pot ajuta în acest sens.

¹⁶² În lucrare se arată cum în perioada analizată marja de manevra a politicii fiscale a fost semnificativ afectată de caracterul preponderent pro-ciclic al politicii fiscale, atât în perioade de recesiune cât și de expansiune, ceea ce denotă că funcția de stabilizare macro-economică a politicii fiscale a fost practic nefuncțională în cazul statelor din ECE.

¹⁶³ După șocul crizei financiare între iulie 2009 și ianuarie 2011 au dispărut 730 mii locuri de muncă salariate, iar între februarie 2011 și iunie 2016 s-au creat 600mii.

¹⁶⁴ În iunie 2016 a ajuns la 43% din salariul mediu brut.

¹⁶⁵ Salariul de rezervă este salariul minim pentru care o persoană fără loc de muncă ar accepta un loc de muncă.

Aspecte monetare și financiare

În ce privește viteza de transmitere a deciziilor de politică monetară în dobânzile creditelor în monedă națională acordate populației și companiilor nu există diferențe mari față de țările din regiune.

Există diferențe mari în percepția riscului de credit. În România creditele pentru companii sunt percepute mai riscante decât creditele pentru achiziția de locuințe acordate populației, situație inversă față de cea din țările din jur și din ZE. Această situație creează un handicap companiilor autohtone din cauza costului mai mare al finanțării și un stimulent pentru dezvoltarea pieței proprietăților rezidențiale, creditul de locuințe ieftin susținând cererea. În aceste condiții, dacă oferta de locuințe rămâne în urma cererii cu ușurință se poate dezvolta o bulă a prețurilor proprietăților imobiliare. Aceasta inferență este de ajustat cu impactul veniturilor (relative scăzute față de alte țări din regiune) și noi reglementări macro-prudențiale.

După încheierea negocierilor de aderare la UE și liberalizarea contului de capital în România au intrat fluxuri de capital importante, în special sub forma investițiilor directe și împrumuturi, investițiile de portofoliu jucând un rol minor datorită sub-dezvoltării pieței de capital și a datoriei publice reduse. Intermedierea financiară și îndatorarea sectorului privat, mai ales în valută, au crescut accelerat.

După 2008 intrările de capital au încetinit, intermedierea financiară a scăzut și, îndatorarea sectorului privat a fost substituită de îndatorarea sectorului public, care actualmente a atins un nivel de cca 40% din PIB; este un nivel considerat acceptabil pentru nivelul de dezvoltare al țării și care nu trebuie să mai crească, având în vedere condițiile din economia globală.

Gradul înalt de euroizare a creditării a fost un real obstacol în mecanismul de transmitere a politicii monetare și a politicii cursului de schimb, care a rămas în regim de flotare controlată. După 2008 îngreunarea mecanismului de transmitere a politicii monetare de gradul înalt de euroizare a creditelor nu s-a resimțit deoarece majoritatea creditelor noi acordate au fost în monedă națională și finanțate de economisirea internă. Convergența dobânzilor la creditele în lei și euro a atins un punct ce permite în continuare creșterea ponderii creditării în lei. Pe măsură ce acest proces va continua se va ajunge, probabil, la situația în care întregul credit în valută va fi finanțat în totalitate de depozitele în valută ale rezidenților. Este de salutat creșterea gradului de de-euroizare a economiei autohtone în ultimii ani, ceea ce ajută mecanismul de transmisie și robustețea economiei. De-euroizarea trebuie să fie încurajată.

De-euroizarea mărește eficacitatea politicii monetare și ușurează practicarea regimului de flotare controlată (managed floating) - efectul de venit și avuție ca urmare a unei deprecieri este atenuat de scăderea euroizării – chiar dacă un „legacy effect”(reflex al stocului de credite denominate în euro) se simte încă în mod semnificativ.

Este de subliniat că, BNR poate încă practica politici standard având în vedere mersul economiei (cu creștere economică semnificativă) și perspectiva ca inflația să revină în teritoriu pozitiv curând (la finele anului 2017 inflația CPI este prognozată de BNR la cca. 2%).

Măsurile ne-convenționale ale BCE complică formularea politicilor monetare în economiile emergente. BNR nu are cum să subestimeze diferențialul de rate de politică monetară în deciziile sale.

4.2.3. Riscuri ale aderării timpurii a României la zona euro

Decalajul de venituri per capita a României față de media ZE10¹⁶⁶ este mult mai mare decât a fost cel al Portugaliei sau Spaniei în 1999 sau a Slovaciei în 2009. În 2015 în România PIB/per capita în puterea cumpărării standard a fost 49% din media ZE10, iar nivelul prețurilor pentru un coș de bunuri și servicii similar de 51.4% din media ZE10¹⁶⁷. Datorită acestor doi factori combinați, ponderea PIB/capita în prețuri curente în media EZ10 a fost de 24% în 2015 (Grafic A4.1).

În eventualitatea aderării României la ZE cu acest decalaj, există riscul unei inflații apreciabil mai ridicate decât în ZE, ceea ce ar conduce la dobânzi reale mai mici decât în restul ZE și, la o tendință de apreciere în termeni reali a cursului de schimb, precum s-a întâmplat în Spania și Portugalia. Și nu este clar dacă măsurile macro-prudențiale ar fi suficient de eficace pentru a combate mișcări de capital nefavorabile. Este improbabil ca inflația foarte scăzută din ZE să influențeze expectațiile inflaționiste din România atât de mult încât să micșoreze diferențialul de inflație și, mai departe, să invalideze supoziția făcută. În perioada 2000-2015, în țările ECE diferențialul între dobânda reală a ZE (Euribor 3 luni minus inflația anuală) și dobânda reală (diferența dintre dobânda de 3 luni de pe piața interbancară și inflația anuală) a fost, în medie, de: 3.5 puncte procentuale în cazul României, 3 puncte procentuale în cazul Poloniei, 2.2 puncte procentuale în cazul Ungariei și -0.2 puncte procentuale în cazul Cehiei (Grafic A4.2).

Cu o politică monetară unică, dobânzile reale în România ar fi mai mici decât în restul ZE ceea ce ar crește riscul expansiunii abrupte a creditării, a apariției de bule speculative în activele imobiliare. Este de reiterat că nu este clar dacă măsuri macro-prudențiale ar fi suficiente pentru a preveni dezechilibre mari. În plus, există o serie de factori amplificatori ai riscului expansiunii abrupte a creditului. În primul rând, intermedierea financiară scăzută în România, este cea mai mică din UE. În al doilea rând, pentru că ponderea volumului creditelor de locuință în total credite populație este cea mai mică din UE, există potențial mare de creștere din cel puțin patru motive: *gospodăriile populației sunt mai puțin îndatorate față de restul UE, *fondul de locuințe este învechit (mai mult de jumătate din locuințe au fost construite înainte de 1970), *locuințele sunt supra-aglomerate conform standardelor UE, *proporția mare a proprietarilor de locuință (98% față de 61% în Germania) comparativ cu cea a chiriașilor cu implicația sub-dezvoltării pieței locuințelor de închiriat. Prin faptul că accesul la locuință se face preponderent prin cumpărare și nu prin închiriere, prețul proprietăților rezidențiale este mult mai sensibil la schimbările în oferta creditelor de locuințe și implicit la schimbarea ratelor de dobândă. Sub-dezvoltarea pieței de închirieri imobiliare poate crea instabilitate financiară. De obicei fazele recesioniste ale ciclurilor de afaceri afectează în mai mare măsură gospodăriile cu venituri mici, iar dacă acestea nu au posibilitatea să închirieze locuințe, atunci reducerea prețurilor locuințelor este mai mare în urma spargerii unei bule imobiliare. În al treilea rând, pentru că proprietarul de locuință are tendința să își schimbe rezidența mai puțin frecvent față de cum ar face-o cel care închiriaza locuință, sub-dezvoltarea pieței de închirieri imobiliare împiedică mobilitatea forței de muncă și, contribuie la menținerea diferențelor în nivelul ratei șomajului între regiuni. Având în vedere cele de sus, se

¹⁶⁶ ZE10 cuprinde țările care au adoptat moneda unică în 1999 cu excepția Luxemburgului.

¹⁶⁷ Tendința ca prețul produselor necomercializabile în raport cu produsele comercializabile să fie mai mic în țările cu venituri mai mici și mai mare în țările cu venituri mai mari a fost numit efectul Penn (Samuelson, 1994) și are drept explicație efectul Balassa-Samuelson, care combinat cu ipoteza prețului unic pentru bunurile comercializabile sugerează o tendință de apreciere reală a cursului de schimb în țările care cresc rapid și de depreciere în țările care cresc mai lent (Isard, 2007).

poate anticipa o mai mare sensibilitate a cererii și ofertei de locuințe la variația ratelor de dobândă și fluctuații ciclice mai puternice în România față de ZE

Tendința de apreciere a cursului de schimb prin reducerea competitivității produselor comercializabile teoretic ar trebui să contra-balanseze comportamentul pro-ciclic generat de persistența dobânzilor reale mai mici decât cele de echilibru. Ținând seama de particularitățile economiei românești există factori amplificatori și moderatori ai efectului de contra-balansare. Factori moderatori sunt: deschiderea relativ redusă a economiei românești față de ECE (Grafic A4.3.), fiind mai degrabă o țară cu un sector majoritar al bunurilor necomercializabile pentru care după cum susținea McKinnon (1963) flexibilitatea cursului de schimb este metoda de ajustare potrivită la șocurile de cerere pentru bunurile comercializabile; ponderea mare a importurilor de completare ce se ieftinesc atunci când cursul relativ se apreciază și temperează efectul asupra prețului domestic, flexibilitatea pieței muncii atât pe seama orelor lucrate cât și a numărului de angajați.

Efectul de contra-balansare prin aprecierea leului, evocat mai sus, este indezirabil și în sine. În timp, se poate distorsiona alocarea resurselor în favoarea bunurilor necomercializabile—este ceea ce s-a întâmplat în România după 2004-2005. Cazurile de succes în dezvoltarea economică sunt legate de politicile de curs care nu au tolerat aprecieri nesustținute de câștiguri de productivitate corespunzătoare, care au asigurat competitivitate și construcție de avantaje competitive¹⁶⁸. Cursul de schimb real efectiv, după o lungă perioadă de apreciere până în 2007, s-a depreciat până în 2010 după care a rămas relativ stabil. Efectul negativ asupra evoluției cotei de piață în exporturile mondiale s-a simțit după 2009 când ritmurile anuale au fluctuat în intervalul de $\pm 10\%$, iar din 2013 dinamica a încetinit ajungându-se în 2015 la o sincronizare înaltă a ritmului exporturilor românești cu ritmul exporturilor mondiale (Grafic A4.4).

În România de după 2008, ponderea remunerării salariaților în valoarea adăugată, în industrie mai cu seama, a devenit cea mai mică din UE (37% în 2015), indicând mari ajustări persistente atât în salarii cât și în volumul populației salariate (Grafic A4.5). Recuperarea locurilor de muncă s-a dovedit a fi înceată, din cauza nevoii de ajustare a bilanțurilor în sectorul privat și a menținerii la nivele joase a creditelor noi acordate companiilor. Se poate vorbi despre o fațetă negativă a corectării dezechilibrelor macro-economice, despre un model de creștere economică ce nu poate fi sustenabil nefiind “inclusiv”. Reluarea creditării este necesară, pentru că doar astfel România poate evita capcana venitului mediu. Dar această creditare nu trebuie să încurajeze consumul exuberant, ci trebuie să sprijine producția de capital prin investiții bune.

4.3. Elemente pentru strategia de aderare

Criza financiară a reușit să convingă pe mulți că nu este de dorit să intri în ZE oricând și oricum. Imediat după intrarea în UE noile state membre din Europa Centrală și de Est au avut opțiuni diferite în ceea ce privește procesul de pregătire pentru trecerea la euro: fie au grăbit pregătirile instituționale imediat după intrarea în UE (de exemplu Ungaria și Polonia, dintre țările admise în primul val sau Bulgaria, din cel de-al doilea val); fie au adoptat o poziție constant eurosceptică (cazul Cehiei); fie au optat pentru alegerea de ținte mișcătoare pentru adoptarea euro (cazul României: 2014, 2015, 2019). Ironia face ca în momentul de față aproape toate statele membre din afara ZE să îndeplinească (cu mici excepții) criteriile nominale de intrare în ZE, într-

¹⁶⁸ Vezi Amsden (1989), Wade (1990) și Rodrik (2008).

un context în care unele din statele membre ale ZE nu le mai îndeplinesc, cel puțin nu pe toate. În prezent, toate noile state membre din ECE care sunt în afara ZE fie refuză să intre în ZE, fie au o poziție expectativă, de tip *wait-and-see*, amânând decizia de adoptare a euro. Stadiul procesului de pregătire a acestor state în ceea ce privește procesul de trecere la euro este prezentat, succint, în cele ce urmează¹⁶⁹:

Bulgaria - autoritățile naționale (guvern, ministerul de finanțe și banca centrală) nu au demarat în mod oficial procesul de pregătire pentru trecerea la euro; leva bulgară nu face parte din MCSII. În ceea ce privește data țintă pentru adoptarea euro, noul guvernator al Băncii Naționale a Bulgariei declara recent într-un interviu pentru Bloomberg: „well, I think the answer to this question is in our Accession Treaty - when all the necessary conditions are fulfilled. This is not yet the case. While the official criteria are well within reach, more remains to be done on the structural front, including by resolving the remaining issues in the state-owned enterprises sector and ensuring the fiscal sustainability of the health and pension systems”¹⁷⁰. O declarație a vice-premierului Dimitar Donchev¹⁷¹ pare să nuanțeze această poziție – din rațiuni geopolitice.

Cehia - autoritățile naționale nu au stabilit o dată-țintă pentru adoptarea euro; coroana cehă nu face parte din MCSII. Guvernul ceh declara CE, în 2014, că „actively supports the creation of conditions conducive to the adoption of the euro”¹⁷², dar în 2015 vice-guvernatorul Hampl a clarificat poziția băncii centrale: „the main reason why the Czechs should keep the koruna can be expressed neatly by the wise adage: “if it ain’t broke, don’t fix it;” and the monetary policy in the Czech Republic is simply not in need of fixing”¹⁷³. Trebuie însă menționat că procesul de pregătire pentru adoptarea euro a început imediat după intrarea Cehiei în UE, astfel încât în aprilie 2007 a fost aprobat „The National Changeover Plan”, un website dedicat pentru pregătirea trecerii la euro (www.zavedenieura.cz) unde pot fi consultate documentele elaborate de The National Coordination Group for Euro Adoption și sub-structurile de lucru aferente.

Croația - nu a arătat până în prezent nici un fel de intenție oficială de a demara procesul de adoptare a euro; kuna croată nu face parte din MCSII.

Polonia - nu are o dată țintă pentru adoptarea euro iar zlotul polonez nu face parte din MCSII. The National Euro Changeover Plan a fost re-actualizat în 2011, în timpul mandatului guvernului Tusk, cu fonduri europene¹⁷⁴, concomitent cu strategia națională pentru adoptarea euro. Din punct de vedere instituțional, autoritățile poloneze sunt într-un stadiu avansat în ceea ce privește organizarea procesului de pregătire pentru trecerea la euro: (i) a fost înființată o structură instituțională de coordonare la nivel național: The National Coordination Committee for the Euro Changeover și un Coordinating Council, conduse bicefal de Government Plenipotentiary for the Euro Adoption in Poland și de Plenipotentiary of the National Bank of Poland's Management Board; (ii) există și este activ un website dedicat strategiei de comunicare euro

¹⁶⁹ pe baza informațiilor din „Fifteenth Report on the practical preparations for the future enlargement of the euro area”, pag. 2-3, disponibil la

http://ec.europa.eu/economy_finance/pdf/2014/fifteenth_report_on_the_practical_preparations_annex_en.pdf și a documentarului realizat de Direcția Comunicare din BNR.

¹⁷⁰ Interviul acordat agenției Bloomberg de către guvernatorul BNB, Dimitar Radev, 17 noiembrie 2015

¹⁷¹ Interviul pentru Bloomberg, 13 septembrie 2016.

¹⁷² Idem 169, pag 2.

¹⁷³ Mojmír Hampl, interviu pentru Visegrad Insight 7decembrie 2015, p.52.

¹⁷⁴ Un program de înfrățire (twinning program) s-a derulat în perioada 2011-2012 cu Austria, Olanda și Slovacia, idem 169, pag 2.

(www.euro.mf.gov.pl). Dar aceste aspecte organizatorice nu echivalează cu decizia de adoptare a euro. În acest sens, poziția fostului guvernator al băncii centrale din iulie 2015¹⁷⁵ a fost tranșantă: „You shouldn’t rush when there is still smoke coming from a house that was burning. It is simply not safe to do so. As long as the eurozone has problems with some of its own members, don’t expect us to be enthusiastic about joining. (...). As long as there is divergence or as long as we have problems in some countries, it’s more difficult to build up a solid foundation for the real fiscal union in the eurozone. So this is a little bit of a vicious circle”. Noul guvern instalat după alegerile de la sfârșitul anului 2015 a întărit poziția băncii centrale prin alte 2 declarații ferme: „Under current conditions it would make no sense to introduce the euro” (declarația ministrului Kowalczyk care conduce Consiliul de miniștri¹⁷⁶) și, “Law and Justice [PIS, the governing party] advocates remaining of the Polish złoty, and the adoption of the euro is not a priority for us” (declarația ministrului de finanțe Paweł Szałamacha¹⁷⁷).

Ungaria - nu are o dată țintă pentru adoptarea monedei unice iar forintul maghiar nu face parte din MCSII. Procesul de pregătire pentru adoptarea euro, deși a demarat imediat după intrarea în țării în UE, nu a mai înregistrat progrese din anul 2009, adică după actualizarea The National Changeover Plan prin care s-a stabilit strategia pe comunicare (principiile de bază, instituțiile implicate, principalele mesaje care urmează a fi transmise publicului, grupurile țintă, etc.). Trebuie menționat că Ungaria a fost printre primele state din afara ZE care, imediat după aderarea la UE, au înființat un Comitet Național de Coordonare (the National Euro Coordination Committee) format din reprezentanți la nivel înalt din guvern, ministere, banca centrală, instituții guvernamentale și structurat pe grupe de lucru¹⁷⁸ și care, prin întâlniri periodice, a condus primele etape de pregătire pentru adoptarea euro. Începând însă cu 2010, viziunea asupra procesului de aderare la euro s-a schimbat, atât structurile instituționale, cât și implementarea obiectivelor strategice fiind întrerupte.

Brexit - opțiunea britanicilor pentru ieșirea Marii Britanii din UE la referendumul din 23 iunie 2016 creează incertitudini în privința guvernantei viitoare a UE și, complică tema aderării la ZE pentru țările ECE. Numai un șoc geopolitic ar putea grăbi aderarea. În plus, starea de spirit a cetățenilor și accentuarea unui sindrom de întoarcere spre interior “inward-looking”, de întărire a unor prerogative naționale în politicile economice, stau în calea unei integrări mai adânci, în ZE și în UE. Se vorbește chiar despre „oboseală” (fatigue) în procesul de integrare; șeful Eurogrup-ului, ministrul olandez Jeroen Dijsselbloem, afirma că este necesară o „pauză”¹⁷⁹. Și totuși, este clar că se impune asigurarea de bunuri publice europene absolut necesare (de exemplu, protecția frontierelor, capacitate de conlucrare în domeniul intelligence și combaterea terorismului și că ZE are nevoie de robustețe (chiar dacă adâncirea integrării este înghețată temporar).

Ca parte a Proiectului European și în virtutea Tratatului de Aderare la UE, România trebuie să adopte euro, mai devreme sau mai târziu. În momentul de față, România, la fel ca și alte state, funcționează ca stat membru al UE cu derogare din acest punct de vedere. Prioritar pentru România

¹⁷⁵ The Telegraph, July 25, 2015, versiunea electronică

<http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11762020/Poland-will-never-join-a-burning-eurozone-says-central-bank-governor.html>

¹⁷⁶ Declarații la Radio Poland, 17 noiembrie 2015, versiunea electronică

<http://www.thenews.pl/1/12/Artykul/229178,Polands-new-government-against-introduction-of-euro>

¹⁷⁷ Declarații la Radio Poland, 17 noiembrie 2015, versiunea electronică

<http://www.thenews.pl/1/12/Artykul/229178,Polands-new-government-against-introduction-of-euro>

¹⁷⁸ Idem 169, pag. 3.

¹⁷⁹ A se vedea intervenția sa la dineul oficial al reuniunii anuale a Bruegel, 6 septembrie 2016.

este conturarea unei viziuni clare cu privire la propriul drum, mai mult decât aserțiunea simplă că trebuie să adoptăm euro și punct, n-avem de ales. O viziune concretizată într-o strategie oficială, un plan de trecere la euro¹⁸⁰. Spre deosebire de alte țări, România încă nu are elaborat așa ceva. Este de salutat, în acest context, efortul de schițare a unui proiect de țară (*Romania Competitivă*)¹⁸¹, care a fost un deziderat formulat de mai multe formațiuni politice.

4.3.1. Schița unei strategii de aderare

Adevărata miză a adoptării euro în România nu trebuie să fie nici *dacă*, nici *când*, ci în ce condiții, cum vom face acest pas. În esență, pentru că aderarea României la euro să fie un succes pentru cetățenii săi, este nevoie de o masă critică de convergență reală și structurală *ex ante*, de o *Românie competitivă*. Dincolo de funcționarea cu multe neajunsuri a ZE, lucrarea noastră susține că decalajul mare de dezvoltare între România și ZE rămâne principala piedică în adoptarea monedei unice. O creștere mai rapidă a competitivității la nivel micro- și macro-economic ar conduce la o reducere a decalajelor economice, politice, sociale și instituționale.

Problema deficitului de performanță ar putea fi abordată cu șanse bune de reușită prin implementarea unui plan concret de măsuri prioritizate, în funcție de importanța lor pe domenii de interes. Proiectul strategiei “România competitivă” își propune să aducă economia românească la o creștere sustenabilă medie de 5 la sută pe an, prin implementarea unui program de reforme structurale. Aceste reforme și mobilizarea de resurse ar îmbina acumularea de factori de producție cu creșterea masivă a eficienței utilizării lor și, nu în cele din urmă, dezvoltarea pe bază de inovație (creație).

Materializarea proiectului de țară ar acoperi și perioada de pregătire a României pentru aderarea la ZE¹⁸²; Proiectul de țară ar fi un alter ego al procesului de pregătire în vederea aderării la ZE.

Schița strategiei de aderare la ZE ar trebui să conțină câteva repere: (i) etape concrete de realizare a obiectivelor intermediare/finale; (ii) termene de evaluare a acestor etape; (iii) analize de fundamentare pentru fiecare pas/etapă/termen; (iv) raport periodic de monitorizare a implementării pașilor propuși, pe baza unor indicatori de evaluare a obiectivelor.

Rezultatele unor astfel de analize ar trebui să permită decidenților o evaluare punctuală a stadiului în care se află economia, o monitorizare periodică (eventual trimestrială) a evoluției acestui stadiu, dar și capacitatea de concepere a unor măsuri de creștere a robusteții economiei naționale împotriva șocurilor asimetrice după adoptarea euro, cu implicații asupra ocupării forței de muncă, mediului de afaceri și la nivel social, în general.

Obiectiv 1: Reducerea decalajului de convergență reală, prin implementarea măsurilor de tipul celor incluse în proiectul România competitivă/măsurilor propuse în lucrarea noastră —

¹⁸⁰ A se vedea și Isărescu, prelegere SNSPA, 2016.

¹⁸¹ Vezi Lazea 2016.

¹⁸² Dacă presupunem că PIB/capita în PPS în ZE crește cu ritmul mediu anual al perioadei 2007-2015 și în continuare, iar în România PIB/capita în PPS va crește cu un ritm mai mare cu 3pp atunci o convergență de 100 % se va atinge în 2035 și convergența de 75% în 2025. În schimb, dacă în România PIB/capita în PPS va crește cu un ritm cu 4pp mai mare decât PIB/capita în PPS din ZE după 2015 atunci convergența de 100% se va atinge în 2031 și convergența de 75% în 2023. În perioada 2007-2015 diferența dintre ritmul mediu anual de creștere a PIB/capita în PPS în România și ZE a fost de 4.4pp.

timing: dacă România ar crește cu 5% pe an, conform estimărilor noastre ar trebui să realizeze 75% din media ZE în 2024. Acest an nu înseamnă că noi sugerăm aderarea potrivit unui asemenea calendar în mod mecanic. Fiindcă, mai importante decât PIN/loc sunt condiții structurale. Un exemplu grăitor este la îndemână: dacă într-o țară inegalități de venituri flagrante cresc rapid, PIB/loc. devine în largă măsură o cifră irelevantă. În plus, cum subliniem, aderarea la ZE nu înseamnă să fi fost realizată convergența reală în totalitate.

*Obiectiv 2: Îndeplinirea unor condiții de ordin **structural*** între care dezvoltarea infrastructurii, creșterea veniturilor fiscale care să mărească „spațiul fiscal”, consolidarea finanțelor publice în mod durabil (derapajul fiscal de după 2015 ridică semne de întrebare), creșterea gradului de competitivitate a economiei printr-o structură mai bună a producției, de tip high-value added (deci nu prin salarii joase), etc.. Între aceste condiții fundamentale este sănătatea finanțelor publice, care să ajute controlul echilibrelor macro-economice și limitarea îndatorării publice externe. Îndatorarea externă privată poate fi limitată prin măsuri macro-prudențiale.

Obiectiv 3: Intrarea în MCSII. MCSII este un fel de anti-cameră a ZE, o perioadă obligatorie de minim doi ani în care România trebuie să demonstreze că poate să rămână stabilă fără să utilizeze cursul de schimb leu/euro - pe care-l pierde odată cu admiterea în ZE. Practic, MCSII este o perioadă de testare ex-ante a economiei românești înainte de a face pasul final, o perioadă în care fluctuația leului în raport cu euro va fi limitată. Concret, în MCSII trebuie să reușești să menții criteriile nominale îndeplinite (ceea ce presupune ca acestea să fi fost atinse în mod sustenabil), să crești în același timp convergența reală, fără însă să te folosești de cursul de schimb, pe care va trebui să-l menții în marja la care te-ai angajat, ceea ce nu e puțin lucru *dacă* economia nu este performantă). Momentul intrării în MCSII trebuie ales cu maximă atenție, deoarece România odată intrată în această etapă premergătoare cunoaște termenul minim de „testare” (doi ani), nu și termenul maxim, care poate fi prelungit dacă economia dovedește că nu este capabilă să se ajusteze în lipsa cursului de schimb (dacă o apreciere a leului este permisă, o depreciere a acestuia va fi considerată drept neîndeplinire a criteriului de la Maastricht (privind stabilitatea cursului de schimb) minim doi ani în interiorul MCSII; în această situație, participarea la MCSII ar putea fi extinsă, iar România va trebui să amâne adoptarea euro cel puțin încă doi ani. Intrarea în MCSII depinde tot de performanța economiei. În aceste circumstanțe, este de dorit o amânare mai degrabă decât o aderare prematură. **Obiectiv 4: Uniunea Bancară** timing - vezi tabel 4.1. Intrarea în UB poate preceda aderarea la ZE; poate preceda și intrarea în MCSII.

Obiectiv 4: Adoptarea euro. România credem că trebuie să tintească un PIB/capita în PPS de cel puțin 75% din media UE la data aderării. Tarile baltice nu sunt cazuri relevante avan în vedere dimensiunea și aranjamentele de consiliu monetar/

În toată această perioadă sunt de efectuat analize tehnice de fundamentare a fiecărui pas/etapa/termen și întocmire rapoarte periodice de monitorizare a implementării pașilor propuși, pe baza unor indicatori de evaluare a obiectivelor. Un consiliu special, care să includă oficiali guvernamentali, reprezentanți ai Comitetului de trecere la euro din BNR, experți parlamentari și din mediul academic, reprezentanți ai mediului de afaceri poate face acest lucru. Desigur, este de judecat cât de mare să fie un asemenea consiliu pentru a-l face funcțional.

Aderarea la euro, atunci când se va fi atins o suficientă convergență reală, surmontarea unor probleme de ordin structural și o reducere a disparităților regionale a veniturilor, astfel încât gradul de inegalitate să fie similar cu cel atins de actualele state membre ale ZE, ar avea 4 sau 5 etape în funcție de decizia de aderare la UB.

În toată această perioadă sunt de efectuat analize tehnice de fundamentare a fiecărui pas/etapa/termen și întocmire rapoarte periodice de monitorizare a implementării pașilor propuși, pe baza unor indicatori de evaluare a obiectivelor. Un consiliu special, care să includă oficiali guvernamentali, reprezentanți ai Comitetului de trecere la euro din BNR, experți parlamentari și din mediul academic, reprezentanți ai mediului de afaceri poate face acest lucru. Desigur, este de judecat cât de mare să fie un asemenea consiliu pentru a-l face funcțional.

Aderarea la euro, atunci când se va fi atins o suficientă convergență reală, surmontarea unor probleme de ordin structural și o reducere a disparităților regionale a veniturilor, astfel încât gradul de inegalitate să fie similar cu cel atins de actualele state membre ale ZE, ar avea 4 sau 5 etape în funcție de decizia de aderare la UB.

Un stat membru din afara ZE are opțiunea aderării la UB, prin încheierea unui angajament de cooperare strânsă cu BCE. Dacă România decide realizarea unei cooperări strânse cu BCE atunci va transmite o cerere de aderare înainte cu cel puțin 5 luni de la data de la care se dorește aderarea la UB care va conține “un angajament al statului membru solicitant de a asigura că autoritatea națională competentă a acestuia și autoritatea națională desemnată a acestuia vor respecta orice instrucțiuni, orientări sau solicitări ale BCE de la data stabilirii cooperării strânse; (b) un angajament al statului membru solicitant de a furniza, cu privire la entitățile supravegheate care au sediul în respectivul stat membru, toate informațiile pe care BCE le-ar putea solicita în vederea efectuării unei evaluări cuprinzătoare a acelor entități supravegheate. Statul membru solicitant se asigură că informațiile necesare pentru evaluarea caracterului semnificativ și pentru efectuarea unei evaluări cuprinzătoare în conformitate cu articolul 7 alineatul (2) litera (b) din Regulamentul (UE) nr. 1024/2013 a instituțiilor de credit cu sediul în acel stat membru pot fi furnizate BCE imediat ce solicitarea de a iniția o cooperare strânsă este notificată BCE; (c) un angajament potrivit căruia toate datele confidențiale solicitate de BCE pentru finalizarea activităților sale pregătitoare vor fi furnizate BCE.” (Articolul 3, aliniatul 1 din Decizia BCE 2014/5). Cu alte cuvinte în momentul transmiterii solicitării de pentru cooperare strânsă cu BCE, România va trebui să aibă finalizată modificarea legislației naționale pentru aderarea la UB. În plus, tot până la acel moment va fi finalizată și evaluarea cuprinzătoare a instituțiilor de credit. Procesul de aderare la UB a fost estimat a dura în jur de 2 ani (Georgescu, 2014).

Tabel 4.1: Etapele aderării la euro în condițiile în care aderarea la UB se produce înainte de data adoptării monedei euro

Etapa 1: Aderarea la UB
Adoptarea legislației naționale care permite participarea în UB, evaluarea cuprinzătoare a instituțiilor de credit
Încheierea cooperării strânse cu BCE
Etapa 2: Pregătirea participării la MCSII - Semnarea acordului de parteneriat cu UE
- Negocieri între Banca Națională a României, Ministerul Finanțelor Publice și instituțiile europene (CE și BCE) cu privire la includerea Leului (RON) în MCSII, inclusiv fixarea parității monedei naționale și a intervalului de fluctuație. - Decizia de intrare a monedei României, ca stat membru al UE, în MCSII este luată la nivel de miniștri de finanțe din ZE (Eurogrup), de președinte BCE și de miniștri de finanțe și guvernatori ai băncilor centrale din statele membre care la acel moment fac parte din MCSII. - Decizia este precedată de runde de consultări bilaterale conduse de BCE și de CE
Etapa 3: Introducerea leului în MCSII
- Introducerea Leului (RON) în mecanismul MCSII. - România are obligația de a solicita CE și BCE evaluarea specifică de țară, respectiv redactarea raportului de convergență al CE și a raportului de convergență al BCE, separat

de ciclul normal de evaluare (o dată la doi ani), mai puțin în cazul în care Consiliul decide abrogarea derogării, pe baza rapoartelor de convergență ale CE și BCE.

- România are obligația de a transmite CE notificarea fiscală prin care indică și, astfel, își asumă nivelul și cifrele statistice privind deficitul bugetar și datoria publică.

- BCE și CE redactează rapoartele de convergență pe care le publică concomitent (pe baza informațiilor transmise de autoritățile române cu privire la legislația adoptată în vederea trecerii la euro, precum și pe baza evaluărilor proprii cu privire la gradul de îndeplinire a criteriilor de convergență nominală; versiunea preliminară se transmite, în avans, autorităților române, pentru comentarii).

- Consiliul Ecofin ia decizia de abrogare a derogării de la adoptarea monedei euro, care figurează în Acordul de aderare a României la UE (semnat în aprilie 2005).

- Consiliul Ecofin (la care participă și președintele BCE) ia decizia cu privire la rata irevocabilă de conversie pentru Leu (RON) avantajoasă pentru stabilitatea financiară și dezvoltarea economică.

Etapa 4: Introducerea euro

Sursa: website-urile naționale ale Comitetelor Naționale de Pregătire pentru Trecerea la euro din 7 SM și Kierzenkowski, 2010, p.7

4.3.2. Recomandări

Repere pentru Strategia de aderare ar fi:

- Calitatea instituțiilor ce formulează politica publică.
- Capacitatea de stăpânire intelectuală și operațională a programelor, a politicii publice (*policy ownership*); aici este de subliniat importanța protejării echilibrelor macroeconomice – mai concret sănătatea finanțelor publice.
- Tăria statului de drept, care să împiedice grupuri de interese să deturneze resurse publice; aici includem lupta împotriva corupției.
- Capacitatea de a mobiliza rezerve, resurse interne în momente dificile.
- Stabilirea de priorități care să fie bugetate în mod temeinic până la realizare.
- Dezvoltarea infrastructurii ca o urgență; aici nu este vorba de „știința rachetelor”, ci de eforturi care ar trebui să se concretizeze în interesul public. Dacă avem în vedere existența fondurilor europene alocate în acest scop și ce s-a realizat până în prezent în acest domeniu, ne dăm seama de capacitatea slabă a instituțiilor cu prerogative în acest domeniu, de guvernanță publică slabă în România.
- Politici publice inclusive, care lucrează în beneficiul majorității cetățenilor.
- Capacitatea de a reforma sectorul public, companii de stat; întreprinderile de stat nu trebuie să fie “vacii de muls”.
- Un mediu instituțional și normativ ce susține spiritul antreprenorial, buna conduită în afaceri; promovarea digitalizării în economie, societate.
- Sprijinirea educației generale și vocaționale; educația trebuie să primească anual cel puțin 5% din PIB (finanțarea educației în România este printre cele mai scăzute ca nivel din PIB în UE).
- Sănătatea trebuie să fie finanțată mai consistent.
- Prezența capitalului autohton în domenii strategice, inclusiv cel financiar (este nevoie de

rădăcini autohtone mai puternice); CEC sa fie mai bine capitalizată, la fel și Eximbank (care să devină o bancă de dezvoltare, similară cu KfW din Germania). Este de examinat preluarea unor subsidiare ale unor bănci străine ce operează în România. Un asemenea demers nu intră în coliziune cu logica UB, în măsura în care este inițiat pentru întărirea robusteții economiei, a stabilității financiare.

- Venituri bugetare care să asigure cetățenilor bunuri publice esențiale (educație, sănătate, infrastructură de bază); veniturile fiscale actuale (27-28% din PIB) sunt între cele mai mici din UE și exprimă slăbiciune instituțională, corupție și „căutarea de rente” (rent-seeking) pe scară largă, practici rele ale mediului de afaceri.

- Funcționarea unor parteneriate public-private care să însemne avantaje pentru economia autohtonă.

Guvernanța politicilor economice trebuie să reprezinte un factor de stabilizare în diferitele stagii ale ciclului economic, printr-o viziune macro-economică prudentă, cât mai independentă de ciclurile electorale și orientată către termenul mediu și lung. Mix-ul de politici economice trebuie să asigure un echilibru între eforturile de susținere a procesului de creștere economică termen scurt și, implementarea unor reforme de anvergură ce pot reduce vulnerabilitățile structurale ale economiei (eficiența foarte redusă a investițiilor publice; evaziunea fiscală, productivitatea redusă a muncii; gradul scăzut de ocupare a forței de muncă; inegalitățile social-economice regionale; barierele birocratice din calea accesării fondurilor europene etc.) și pot stimula factorii de producție pe termen lung, respectiv sustenabilitatea surselor de creștere endogene (infrastructură, educație și sănătate, cercetare-dezvoltare, etc.).

Este necesară creșterea robusteții/rezilienței economiei românești în fața șocurilor economice înainte de intrarea în ZE, și nu după (deși trebuie spus ca aderarea la ZE asigură un adăpost față de mișcări eratice pe piețele financiare).

Economia României se confruntă cu un decalaj încă masiv de dezvoltare (comparativ cu media ZE), cu deficiențe structurale la nivelul economiei reale, deficiente ce limitează atât creșterea capacității productive a economiei, cât și bunăstarea populației - nivelul corupției, birocrăția excesivă, evaziunea fiscală, ineficiența colectării veniturilor la bugetul de stat, s.a. Ce este de făcut pentru a contura un proces de catching-up rapid în situația țării noastre?

România trebuie să se bazeze mai mult pe motoare ale creșterii economice endogene.

Este nevoie, având în vedere și contextul internațional, de un alt model de creștere, care să se bazeze mai mult pe economisire și investiții interne, pe mobilizarea resurselor interne, pe aspecte calitative.

Reperetele evocate mai sus conturează linii de forță ale unei strategii de dezvoltare economică. Mai jos sunt reiterate câteva teze. Astfel, ***politici publice trebuie să aibă în vedere:***

A. Protejarea echilibrelor macro-economice este fundamentală pentru dezvoltarea sustenabilă a României pe termen lung.

B. Managementul sectorului public:

- Colectarea mult mai bună a veniturilor fiscale: să ajungem la cel puțin 30% din PIB, ceea ce va permite o finanțare mai bună a bunurilor publice esențiale, inclusiv a capacității de apărare.
- Combaterea fermă a *rent-seeking*-ului care să elibereze resurse necesare producției de bunuri publice
- Finanțarea educației și sănătății înseamnă investiții în capital uman; fiecare dintre aceste două sectoare să primească cel puțin 5% din PIB. Vedem de aici necesitatea creșterii veniturilor fiscale.
- Dezvoltarea infrastructurii, care să lege organic regiunile țării între ele și să facă legăturile

cu principalele rute de transport europene.

- O politică a achizițiilor publice (comenzi ale sectorului guvernamental) care promovând transparența și fairplay economic să nu ignore imperativul de a susține oferta internă prin cerere internă¹⁸³.

C. Politici economice orientate (industriale?) care să faciliteze trecerea la un nou model de creștere economică (și învingerea capcanei venitului mediu/middle income trap):

- Sprijinirea activităților care pot avea randamente de scară crescătoare.
- Subvenționarea activităților generatoare de externalități pozitive.
- Promovarea de poli de dezvoltare, așa cum deja se conturează centre urbane importante – ne referim, în afara de București, la Cluj-Napoca, Timișoara, axa Bacău-Iași, Craiova, Brașov, Iași, Constanța.¹⁸⁴
- Taxarea activităților care conduc la externalități negative.
- Crearea mecanismelor de stimulare și de implementare a inovațiilor (brevete).
- Dezvoltarea de proiecte în ceea ce privește infrastructura de transport.
- Promovarea și susținerea investiției în educație și a capitalului uman.
- Creșterea investițiilor în cercetare-dezvoltare ar asigura „arderea” unor etape în procesul de catching-up.

Trebuie ținut cont că țările mai dezvoltate sunt de asemenea și lideri ai tehnologiilor, iar cele mai puțin dezvoltate țări nu adoptă strategii de inovare în acest domeniu. Pentru a putea crește capacitatea de absorbție a tehnologiei avansate, România ar trebui să dispună de o forță de muncă bine calificată și adaptabilă la cerințele noilor tehnologii, de infrastructura necesară și de o calitate ridicată a instituțiilor interne.

Recomandările pentru adaptarea rapidă a României la cerințele strategiei Europa 2020 privesc stimularea activității de formare permanentă a forței de muncă (educația continuă, profesionalizată) → lucrători calificați → creșterea atractivității regiunii pentru celelalte firme → atragerea altor lucrători calificați etc.; atragerea activităților de conceptualizare (cercetare-dezvoltare, design, proiectare, implementare etc.) ale firmelor occidentale puternice și nu neapărat pe cele de comercializare (distribuție, marketing etc.). Trebuie stimulată de-localizarea spre România a activităților de conceptualizare deoarece acestea reclamă inovare, creativitate, salarii ridicate, externalități tehnologice pozitive, pe când preponderența celor de comercializare atrage forța de muncă de calificare redusă, salarii mici → imposibilitatea de a ieși din capcana sărăciei; promovarea unui puternic curent de antrenare a creierelor, prin: crearea unor medii propice inovării, spirit antreprenorial, îmbunătățirea stimulentei economice; forțarea importurilor de tehnologie înaltă → intensificarea activităților de inovare → creșterea profiturilor (rentelor de monopol) → creșterea valorii adăugate a exporturilor etc.

România trebuie să imite în domeniile în care nu poate inova și să inoveze în domeniile în care există capacități (avem multe invenții, puține inovații, forță de muncă calificată în programare software); acordarea de facilități fiscale firmelor care investesc în cercetare-dezvoltare și crearea de parteneriate universități-institute de cercetare dezvoltare-incubatoare de afaceri.

D. Absorbția fondurilor europene trebuie să fie cât mai bună, cantitativ și calitativ. România își poate construi infrastructura de care are acută nevoie, poate dezvolta avantaje competitive cu

¹⁸³ Este de notorietate cazul companiei de fabricat vagoane Astra în Arad, care vindea în mai multe țări în lume, dar nu a găsit cumpărători în România – deși există nevoie mare de material rulant.

¹⁸⁴ A se vedea și lucrări ale lui Paul Romer, noul economist șef al Băncii Mondiale, referitoare la politici de dezvoltare.

ajutorul fondurilor europene.

E. Mecanismul investițiilor străine directe (ISD) constituie o pârgă importantă pentru transferul de tehnologie, moduri de producție, inovații între țările dezvoltate și cele mai sărace din UE. Pe de altă parte, ISD pot acționa ca o ancoră în procesul de reorganizare a firmelor aflate în tranziție. În România, o mare parte a ISD merge către aglomerări. Expunerea concurențială crescută pe piața internă a UE va conduce pe termen scurt la apariția costurilor alinierii și ale intensificării concurenței. Capacitatea de a face față presiunii forțelor concurențiale din cadrul UE este una relativ scăzută în cazul țărilor în tranziție.

F. Trebuie aplicat un *mix de măsuri pentru atragerea ISD* mai ales în domenii cu valoare adăugată ridicată, domenii care să fie interconectate, astfel încât să se mărească competitivitatea economiei.

G. Strategie pentru reținerea lucrătorilor înalt calificați prin: înființarea parcurilor tehnologice; înființarea parcurilor industriale; stimularea înființării de parteneriate învățământ-cercetare-incubatoare de afaceri; stimulente fiscale acordate firmelor din domeniile de înaltă tehnologie etc. România este puternic afectată negativ de migrația forței de muncă cu o calificare superioară (vezi un studiu recent al FMI¹⁸⁵). Este însă de presupus că ascensiunea salariilor din ultimii ani poate fi un stimulent pentru reîntoarcerea acasă; revenirea cetățenilor români acasă poate mari potențialul de creștere a economiei.

H. Este ineficace folosirea preponderentă a cursului de schimb pentru *creșterea eficienței comerțului exterior*. Dar nici nu este indicată tolerarea aprecierii cursului de schimb, în lipsa câștigurilor de productivitate adecvate. În plus, adoptarea euro presupune renunțarea la acest instrument, ceea ce este un motiv suplimentar de schimbare de strategie și din acest punct de vedere. Sunt necesare măsuri structurale de: creștere a competitivității exporturilor specializate în domenii cu valoare adăugată ridicată, creștere a calității, reducerea prețurilor, publicitate, participare la târguri expoziții internaționale etc. Pe de altă parte, folosirea instrumentului de curs de schimb poate constitui și o barieră la ieșirea de pe piață.

I. Este necesară *creșterea ponderii comerțului intra-industrial*, ceea ce va genera o simetrie mai ridicată a șocurilor în condițiile adoptării monedei unice; corelația ciclurilor de afaceri va fi mai ridicată, reducând neajunsurile politicii monetare comune. În plus, dezvoltarea sectorului serviciilor va contribui la o convergență structurală mai ridicată.

J. Dezvoltarea legăturilor economice cu regiunile dinamice din economia globală (cu Asia). Este de salutat diplomația economică la nivel înalt întreprinsă în ultimii ani.

K. România trebuie să participe activ la discuțiile privind noua guvernare a UEM, pe căi formale și informale. Această participare depinde de înțelegerea problemelor cu care se confruntă UE și ZE și, de capacitatea de a formula puncte de vedere relevante. Brexit accentuează ponderea ZE în metabolismul UE și este de dorit că, având în vedere interesul de a adera la UB și, în perspectiva la ZE, România să fie implicată în procese decizionale. De pildă, se poate avea în vedere calitatea de observator la lucrările Eurogrup-ului –cu drept de a exprima puncte de vedere, fără vot, mai ales dacă va fi să intrăm în UB. Aceasta ipostază trebuie promovată împreună cu alte state membre din regiune.

L. România trebuie să se implice în regândirea modelului de funcționare a Pieței Unice, care trebuie să lucreze în favoarea a cât mai multor cetățeni. Fără procese economice inclusive, care să fie definite, între altele, de echitate (*fairness*), transparență, coeziunea socială va suferi tot mai

¹⁸⁵ Vezi Atoyan și alții, 2016.

mult și vor câștiga aderență curente politice extremiste. În Uniune trebuie luptat ferm împotriva evaziunii fiscale și a evitării plății impozitelor/taxelor (*tax avoidance*), care subminează și ele încrederea cetățenilor în statul democratic; aceste noxe sunt prezente masiv în funcționarea economiei românești.

Observații finale

Cum spunem în Introducere, Uniunea Europeană nu trebuie să fie mitizată; realitatea este cu multe nuanțe și „piața unică” exprimă raporturi de forță, concurență neloială nu arareori, întâlnirea de interese naționale mai mult sau mai puțin vizibile ce pot colabora, dar și intra în coliziune. Uniunea însăși este la răscruce și, din păcate, principiul de solidaritate în relațiile dintre statele membre pare adesea să fie ignorat. Dimpotrivă, se poate vorbi despre un deficit de încredere (de „trust”) în creștere între guverne și cetățeni, între guverne și instituții europene, între acestea din urmă, elite în general, și cetățeni.

Brexit-ul, care exprimă un sindrom mai larg în Uniune față de elite, a accentuat o stare de neliniște și mari incertitudini. Pe acest fond are loc ascensiunea formațiunilor politice eurosceptice, care neagă proiectul european.

Problemele prin care trece UE formează un context foarte nefavorabil și, din nefericire, pare să fie de durată. Economiiile europene se confruntă cu mari provocări, dacă ne gândim la viciile supra-financializării, la efectele crizei financiare și economice, la amenințarea „stagnării seculare”, la supra-îndatorare, la nevoia de a controla imigrația, la nevoia de mai multă rațiune, moralitate în conduita organizațiilor și, a nu puțini dintre cei care iau decizii de politică publică, la nevoia de a reformă, design-ul și politicile în UE și, nu în cele din urmă, la competiția între democrația liberală și capitalismul autoritarist.

Proiectul european are nevoie de reforme profunde, de solidaritate și responsabilitate, de acțiune comună, pentru a nu ne înfunda în fragmentare, într-un mers către “Dez-uniune”, care ne-ar retrimite într-o istorie cu multe pericole și posibile tragedii¹⁸⁶.

În România avem de răspuns la întrebări ce își au rădăcini în decalaje economice și instituționale și care reclamă politici specifice, tot astfel cum avem de răspuns la întrebări ce decurg din provocările, dilemele cu care se confruntă UE, ZE, lumea industrializată în general.

Aderarea la ZE trebuie să țină cont de acest context complicat.

¹⁸⁶ Vezi Dăianu și Murgescu (2013) și Dăianu (2015b).

BIBLIOGRAFIE

- Alho, K.E.O, 2000, „Social implication of EMU. Finland”, The Research Institute of the Finnish Economy, Helsinki, disponibil la <http://edz.bib.uni-mannheim.de/daten/edz-ma/esl/00/ef0036en.pdf>
- Allesina, A, and Barro R., 2004, „Currency Unions,” Quarterly Journal of Economics, (May), pp. 409–36, disponibil la <http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v117y2002i2p409-436.html>
- Allesina A. and Stella, P, 2010, „The politics of monetary policy”. Harvard Institute of Economics Research, Discussion Paper Series no 2183
- Altar M. (coord), 2009, „Finanțe publice: introducerea unui cadru fiscal bugetar pe termen mediu”, studiu SPOS 2009, Institutul European din România, disponibil la http://www.ier.ro/documente/spos_2009/Studiul_1_RO_site.pdf
- Amsden, A., 1989, „Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization”, Oxford University Press
- Atoyan R.V., L.E. Christiansen, A. Dizioli, C.H. Ebeke, N. Ilahi, A. Ilyina, G. Mehrez, H. Qu, F. Raei, A.P. Rhee, D.V. Zakharova, 2016, „Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe”, IMF Staff Discussion Notes No. 16/7, July, disponibil la <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42896.0>
- Auf dem Brinke, A., H. Enderlein, and J.F.Vannahme, 2015, „What kind of convergence does the euro area need?”, Gütersloh: Bertelsmann Stiftung und Jacques Delors Institut – Berlin
- Baldwin, R., 2006, „The euro’s trade effects”, ECB Working Paper No 594
- Baldwin R. and Giavazzi F., (Eds), 2016, „The Eurozone Crisis A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies” A VoxEU.org eBook, p,31-37
- Baldwin, R., V. Di Nino, L. Fontagné, R. De Santis and D. Taglioni, 2008, „Study of the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment”, European Economy, Economic Papers, No 321
- Baldwin, R. and Wyplosz, C., 2004, „The Economics of European Integration”, New York: McGraw Hill
- Ban C., Gabor G., 2014, “Recalibrating Conventional Wisdom: Romania-IMF Relations under Scrutiny” Fridrich Ebert Stiftung Paper, December
- Banca Națională a României, 2015, „Raport asupra Stabilității Financiare”, disponibil la <http://www.bnro.ro/Publicatii-periodice-204.aspx>
- Bank of International Settlements, 2009, Report „Issues in the governance of central banks”, Basel, p. 23
- Barosso, J.M.D., 2011, „Presentation of the EC Work programme 2012”, Strasbourg, 15 November, disponibil la http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-11-755_en.htm
- Becker T., D. Daianu, Z. Darvas, V. Gligorov, M. Landesmann, P. Petrovic, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, A. Sapir and B. Weder Di Mauro, 2010, „Whither growth in Central and Eastern Europe? Policy lessons for an integrated Europe”, Bruegel Blueprint Series, Volume XI

- Begg, I., Sapir A., Eriksson, J., „The purse of the European Union”, 2008, Swedish Institute for European Policy Studies, 1op, April, disponibil la <http://www.sieps.se/sites/default/files/83-20081op.pdf>
- Belhocine N., E. Crivelli, N. Geng, T. Scutaru, J. Wiegand, and Z. Zhan, 2016, „Reassessing Monetary and Exchange Rate Regimes in Emerging Europe”, 5 aprilie, prezentare la sediul BNR, București
- Benassy-Quéré A., 2015, „Maastricht flaws and remedies,” in Baldwin R. and Giavazzi F. “The Eurozone Crisis- A consensus view of the causes and a few possible solutions” Voxeu.org Book
- Bénassy-Quéré, A., and Vallee S., 2014, „The Eiffel group: A political community to rebuild the architecture of the euro”, studiu Bruegel și Vox EU, 27 martie, disponibil la <http://voxeu.org/article/eiffel-group-political-community-euro>
- Blanchard, O., 2000, „Commentary”, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, April, disponibil la <http://economics.mit.edu/files/719>
- Bouthevillain, C., Courthimann, P., Dool van den, G., Hernández de cos, P., Langenus, G., Mohr, M., Momigliano and, S., Tujula, M., 2001, „Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach”, European Central Bank, Working Paper, No 77, disponibil la <https://www.zentral-bank.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp077.pdf>
- Bergsten, C. F., 2012, „Why the Euro Will Survive Completing the Continent's Half-Built House," Foreign Affairs, September/October
- Bernanke, B., 2005, „The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit” Sandridge lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia
- Birdsall, N. 2016, „Middle Class Heroes: The Best Guarantee of Good Governance”, Foreign Affairs, March/April
- Blanchard, O., 2013, „Monetary policy will never be the same.”, VoxEU, 27 November
- Bojesteau, E. et al, 2011, „Empirical analysis of business cycle synchronization and shock similarity between Romania and the euro zone”, MPRA Paper No. 31295, posted 7 June, disponibil la <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/31295/>
- Bordo M.D. and Jonung L., 1999, „The Future of EMU: What does the History of Monetary Unions tell us?,” NBER Working Paper 7365
- Borio, C., 2014, „The Financial Cycle and macroeconomics: what have we learned”, BIS Working Papers, no.395
- Borio C., 2013, “Macroeconomics and financial cycle: Hamlet without Prince?,” voxeu.org, disponibil la <http://voxeu.org/article/macroeconomics-and-financial-cycle-hamlet-without-prince>
- Borio, C., E. Karroubi, C. Upper, F. Zampoli, 2016, „Financial cycles, labor misallocation, and economic stagnation”, VoxEU, 14 April
- Bradford DeLong J., and L.H. Summers , 2012, „Fiscal Policy in a Depressed Economy”, a BPEA Article, the Brookings Institute, disponibil la <https://www.brookings.edu/bpea-articles/fiscal-policy-in-a-depressed-economy/>
- Brunnermeier, M.K., H. James and J.-P. Landau, 2016, „The Euro and the Battle of Ideas”, Princeton University Press

- Brunnermeier, M.K., and Sannikov Y., 2015, “International Credit Flows and Pecuniary Externalities,” American Economic Journal: Macroeconomics, pp. 297-338.
- Brunnermeier, M., K. L. Garicano, P.R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh, and D. Vayanos, 2011 and 2012, „European Safe Bonds: ESBies” Euronomics.com, First version (30 September) and second version (April 2)
- Bruno V. and H.S. Shin, 2015, „Cross-border Banking and Global Liquidity,” Review of Economic Studies, 82(2),pp 535-564
- Buchheit L., B. Weder di Mauro, A.Gelpern, M.Gulati, U.Panizza, J. Zettelmeyer, 2013, „Revisiting sovereign bankruptcy”, Vox CEPR’s Policy Portal, disponibil la <http://voxeu.org/article/revisiting-sovereign-bankruptcy>
- Buiter, W.H., 2014, „The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works – Always”, Vol. 8, 2014-28, August 21, disponibil la <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-28>
- Buiter, W.H., 2000, „Optimal currency areas: why does the exchange rate regime matter? with an application to UK membership in EMU”, CEPDP, 462, Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London
- Buti, M., Martinez-Mongay, C, Sekkat, K. and van den Noord, P., 2003, „Automatic Fiscal Stabilizers in EMU: A Conflict Between Efficiency and Stabilization?”, CESifo Economic Studies, Vol. 49
- Bundesbank Monthly Report, July 18, 2016
- Carney, M. 2013, “Canada Works,” remarks at Board of Trade of Metropolitan Montreal, 21 May
- Carney, M. 2012, Speech delivered at the CFA Meeting in Toronto, Bank of Canada, Toronto, p.2
- Caruana J., 2014, „Stepping out of the shadow of the crisis: three transitions for the world economy”, speech at the BIS General Assembly, Basel, 29 June
- Coeuré, B. and J. Pisani-Ferry, 2007, „The Governance of the European Union’s International Economic Relations: How Many Voices?” In: André Sapir (ed.), „Fragmented Power: Europe and the Global Economy”, Bruegel
- Collignon, S., 2013, „Governance of European public goods”, disponibil la <http://www.stefancollignon.de/PDF/European%20Public%20Goods,%20finalCollignon.pdf>
- Copaciu M., Nalban V., Bulete C. , 2016, „R.E.M.2.0 Modelul DSGE cu euroizare parțială estimat pentru România,” Caiete de studii BNR nr. 45
- Corsetti, G., L. Feld, R. Koijen, L. Reichlin, R. Reis, H. Rey, B. Weder di Mauro, 2016, „Reinforcing the Eurozone and protecting an open society”, May, 27, Vox EU, versiunea electronica <http://voxeu.org/article/reinforcing-eurozone-and-protecting-open-society>
- Croitoru, L., 2016. „Greșim în mod sistematic când estimăm PIB potențial și rata naturală a dobânzii?”, disponibil la <http://luciancroitoru.ro/wp-content/uploads/2016/01/PIB-888potential-LCLCLC-cu-track-changes5555.pdf>
- Croitoru, L., 2014, „Cercul vicios al politicii fiscale”, disponibil la http://www.bnr.ro/files/d/Pubs_ro/Studii/LC20140209.pdf.

- Cukierman, A., 2009, „Reflections on the crisis and on its lessons for regulatory reform and for central bank policies” Journal of Financial Stability
- Czech National Bank, 2015, Analyses of the Czech Republic’s current economic alignment with the euro area
- Darvas, Z, Szapary G., 2004, Business cycle synchronization in the enlarged EU: comovements in the new and old members, MNB Working Paper 2004/1
- Dăianu, D., 2016a, “O lume a dobânzilor ultra-mici”, Blog BNR, 11 februarie
- Dăianu D., 2016b, „România și Euroaria. Mit și realitate”, prezentare susținută la Universitatea Babes-Bolyai, 25 februarie
- Dăianu D., 2016c, “Ce se cere bancilor centrale”, Blog BNR, 16 aprilie
- Dăianu, D., 2016d, „An age of ultra-low interest rates?” disponibil la http://www.worldcommercereview.com/publications/article_pdf/1125
- Dăianu, D., 2016e „Domestic cycles, financial cycles and policies: what has gone wrong?” Occasional Paper no 26, forthcoming
- Dăianu, D., 2015a, „Europa în derivă”, 23 Februarie, articol ziarul Adevărul disponibil la http://adevarul.ro/international/europa/europa-deriva_1_54eb5898448e03c0fde8b587/index.html
- Dăianu, D., 2015b, „Marele impas in Europa. Ce poate face România?”, Editura Polirom
- Dăianu D., 2015c, „A central bank’s dilemmas in highly uncertain times: a Romanian view” in Nowotny, E., D. Ritzberger-Grunwald, H. Schuberth, (Eds.), 2015c, „The challenge of economic rebalancing in Europe, perspectives for CESEE countries”, Edward Elgar Publishing, London, p. 194-221
- Dăianu, D., 2012a, „Trilema politicii financiare: unde se despart apele”, capitolul „Când finanța subminează economia și corodează democrația”, București, editura Polirom
- Dăianu, D., 2012b, „Euro zone crisis and EU governance: tackling a flawed design and inadequate policy policy arrangements”, CASE Network Studies & Analyses No.433/2012
- Dăianu, D, Bavesi, G., D'Adda, C., Kumar, R. (eds)., 2014, „The Eurozone crisis and the future of Europe". London: Palgrave Macmillan
- Dăianu, D., B. Murgescu, 2013 „Which way goes Romanian Capitalism”, Friedrich-Ebert-Stiftung Berlin, disponibil la <http://library.fes.de/pdf-files/id-moe/10068.pdf>
- Dăianu, D., and Vrâncănu, R., 2002, „Opening the capital account of transition economies: How much and how fast”. William Davidson Working Paper Number 511.
- Dăianu D., Drăgulin I., Voinea L., Vrâncănu R., 2002, “Deschiderea contului de capital în România - o abordare optimă,” Institutul European din România
- De Grauwe, P., 2012, „ In search of symmetry in the eurozone”, CEPS Commentary, 2 May
- De Grauwe, P., 2011, “The governance of a fragile Eurozone”, CEPS Working Documents, Economic Policy, May
- De Grauwe, P., 2003, 2007, 2015 „Economics of monetary union”, Oxford University Press, Oxford, UK

- Dellas H. and Tavlas G.S., 2010, „An Optimum Currency Area Odyssey,” CEPR Discussion Paper DP7645
- De Galhau, V. et J. Weidmann, 2016, „Renforcer l’intégration européenne pour restaurer la confiance, par les dirigeants de la Banque de France et de la Deutsche Bundesbank”, disponibil la http://www.lemonde.fr/idees/article/2016/02/07/pour-le-gouverneur-de-la-banque-de-france-et-le-president-de-la-deutsche-bundesbank-il-faut-renforcer-l-integration-europeenne-pour-restaurer-la-confiance_4861010_3232.html
- De Long, B., and L.H. Summers, 2012, „Fiscal policy in a Depressed Economy”, Brookings Papers on Economic Activity, Spring
- Den Haan, W.(ed.), 2016, “Quantitative Easing”, CEPR Press, E-Book
- De Larosiere, J., 2015, discours la forumul financiar Eurofi, Luxemburg, 10 septembrie, disponibil la <http://luxembourg2015.eurofi.net/newsletter/making-the-euro-area-viable/>
- Delpla J. and J.von Weizsäcker, 2011, „The Blue Bond Proposal and its implication', Bruegel Policy Brief 2011/02, March
- Delpla J., and J. von Weizsäcker, 2010, „The Blue Bond Proposal”, Bruegel Policy Brief 2010/03, May
- Dimova D., Kongsamut P.,Vandenbussche J., 2016, “Macprudential Policies in SouthEastern Europe,” IMF Working Paper 16/29
- Dinu, M., Marinas, M. C., Socol, C. and Socol A., 2014, „[Testing the Endogeneity of Trade, Financial Integration and Sectoral Specialization in an Enlarged Euro Area](#)”, Romanian Journal of Economic Forecasting, no.1, 2014
- Dinu, M., Marinas, M. C., Socol, C. and Socol A., 2012, "Clusterization, Persistence, Dependency and Volatility of Business Cycles in an Enlarged Euro Area", Romanian Journal of Economic Forecasting, no. 2, 2012
- Duillien S., M. Schwarzer, 2009, „Bringing Macroeconomics into the EU Budget Debate”, Journal of Common Market Studies, 47(1) 153-174
- Draghi M., 2012, speech to „Global Investment Conference” London, 26 July, disponibil la <https://www.youtube.com/watch?v=7jPE8hqrhOw>
- Draghi M., 2016, Introductory statements, Hearings of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Brussels; relevante sunt discursurile din 19 decembrie 2011 și 21 iunie 2016, disponibil la https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160621_1.en.html
- Draghi, M., 2016, “Addressing the causes of low interest rates”, Introductory speech at the Annual Meeting of the Asian Development Bank, 2 May, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>
- Eichengreen, B., 2008, „Sui generis EMU”. CEPR Discussion Paper Series, 6642, CEPR Discussion Papers
- Eichengreen, B., 1991, „Is Europe an Optimum Currency Area?” NBER Working Papers, No. 3579 disponibil la <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/3579.html>
- Eijffinger, S. and J. de Haan, 1996, „The Political Economy of Central-Bank Independence”, Special Papers in International Economics, No. 19, Princeton University

- El-Erian, M., 2016, „The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse”, Random House, NYC
- Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry and H. Reichenbach, 1992, “One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union”, Oxford; New York; Toronto and Melbourne Oxford University Press, p. 354
- Enache R. și Radu R., 2015, “Transmisia ratelor dobânzilor în România. Estimări recente și comparații regionale,” Caiet de studiu BNR 37, iulie
- Enderlein, H., E. Letta, J. Asmussen, L. Boone, Art de Geus, P. Lamy, P. Maystadt, J. Rodrigues, G. Tumpel-Gugerell, and A. Vitorino, 2016, „Repaire and prepare – Growth and the Euro after Brexit”, Guttersloh, Berlin, Paris, Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin and Jacques Delors Institut in Paris, p. 24
- Eurofi Forum, 2016, dezbateri de la Forumul Eurofi, 12 aprilie, Amsterdam, disponibile la <http://amsterdam2016.eurofi.net/wp-content/uploads/2016/07/RAPPORT EUROFI AMSTERDAM FULL 2016.pdf>
- European Central Bank, Annual Report, 2011-2013, 2015, 2016
- European Central Bank, Convergence report 2016
- European Central Bank, 2015, Economic Bulletin, nr. 5, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201505.en.pdf>
- European Central Bank, 2011, Report „The monetary policy of the ECB”, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/home/shared/media/publications/monetarypolicy2011.en.pdf>
- European Commission, Eurostat Office, 2016, Database portal disponibil la http://ec.europa.eu/eurostat/data/database?p_p_id=NavTreeportletprod_WAR_NavTreeportletprod_INSTANCE_nPqeVbPXRmWQ&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=1
- European Commission, 2016, „Cyclical adjustment of budget balance”, Spring 2016, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2016/ccab_spring_en.pdf
- European Commission, 2016, „Economic Forecast. Staying the course amid high risks”, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2016_spring_forecast_en.htm
- European Commission, 2015, „Employment and Social developments in Europe”, pag 75-125
- European Commission, 2015, „Fiscal Sustainability Report”, European Economy, Institutional Paper 018, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf
- European Commission, 2015, „Finalizarea Uniunii economice și monetare a Europei”, [Raportul celor 5 președinți], Raport elaborat de Jean-Claude Juncker în strânsă colaborare cu Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi și Martin Schulz, disponibil la http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_ro.pdf
- European Commission, 2014, „Fifteenth Report on the practical preparations for the future enlargement of the euro area”, November 21, pag. 2-3, disponibil la

http://ec.europa.eu/economy_finance/pdf/2014/fifteenth_report_on_the_practical_preparation_s_annex_en.pdf

- European Commission, 2012, [the Liikanen Report], „Report of High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector chaired by Erkki Liikanen, Brussel, 2 October, disponibil la http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf
- European Commission, 2010, [the Monti Report], „A new strategy for the single market at the service of Europe’s economy and society”, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso by Mario Monti, 9 mai, disponibil la http://ec.europa.eu/internal_market/strategy/docs/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf
- European Commission, 2009, [the Larosiere Report], „Report of High-level Expert Group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere, Brussel, 25 February, disponibil la http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- European Council, declarația Consiliului ECOFIN din 18 decembrie 2013
- European Parliament, 2011, „Monetary policy under J.C. Trichet”, September 13, disponibil la <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201109/20110913ATT26491/20110913ATT26491EN.pdf>
- European Union/Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989, [The Delors Report] „Report on economic and monetary union in the European Community”, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf
- European Union, Commission of the European Communities, 1990, „European Economy / One market, one money”, nr 44, Octomber, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf
- European Union, Commission of the European Communities, 1977, [The MacDougall Report]— Volume I and Volume II „Study group on the role of public finance in European integration”, Brussels, disponibil la http://www.cvce.eu/obj/the_macdougall_report_volume_i_brussels_april_1977-en-c475e949-ed28-490b-81aea33ce9860d09.html
- European Union/Council/Commission of the European Communities, 1977, [The Werner Report] - „Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of economic and monetary union in the Community”, disponibil la http://aei.pitt.edu/1002/1/monetary_werner_final.pdf
- European Union, Commission of the European Communities, 1969, [the Barre Report] - „Commission Memorandum to the Council on the co-ordination of economic policies and monetary co-operation within the Community”, 12 February, disponibil la http://ec.europa.eu/archives/emu_history/documentation/chapter2/19690212en015coordinateconpoli.pdf
- Fabbrini, F., 2016, „Economic Governance in Europe: Comparative Paradoxes, Constitutional Challenges”, Oxford Studies in European Law, p. 236-258
- Fama E. F., 1965, „Random Walks In Stock Market Prices". Financial Analysts Journal. 21 (5): 55–59, September–October

- Feldstein, M., 1997, „The political economy of the European Economic and Monetary Union: political sources of an economic liability”, Journal of Economic Perspectives, Volume 11, Issue 4, pp. 3-22.
- Fisher, R., 2010, Remarks at the SW Graduate School of Banking 53rd Annual Keynote Address and Banquet, FED Dallas, disponibil la <http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2010/fs100603.cfm>
- Fleming J.M., 1971, „On Exchange Rate Unification,” Economic Journal, vol 81, issue 323, pp.467-488
- Frankel J., 2012, „Could Eurobonds be the answer to the Eurozone crisis,” VoxEU, CEPR’s Policy Portal, disponibil la <http://voxeu.org/article/could-eurobonds-be-answer-eurozone-crisis>
- Frankel, J. and A. Rose, 1998, „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria,” Economic Journal, 108, 1009-1025
- Frieden J., 2016, „Lessons for the euro from early American Monetary and Financial History,” Bruegel essay and lecture series, May
- Friedman, M., 1997a, „The euro: Monetary unity to political disunity,” Project Syndicate, 28 August, disponibil la <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity>
- Friedman, M., 1997b, „Why Europe can’t afford the euro”, The Times, 19 November, disponibil la <http://www.greekcrisis.net/2012/08/the-euro-monetary-unity-to-political.html>
- Gabaix X. and Maggiori M., 2015, „International Liquidity and Exchange Rate Dynamics,” The Quarterly Journal of Economics 130(3):1369-1420
- Gerlach, S., 2016, „The Global Financial System’s Weakened defenses”, Project Syndicate, 9 May
- Georgescu, F., 2015, „Disciplina financiară și stabilitatea financiară, ” Prezentare susținută la evenimentul "Mugur Isărescu și invitații săi", 24 iulie 2015
- Georgescu, F., 2014, Discurs susținut la conferința „Uniunea Bancară Europeană: evoluții recente și implicații la nivelul sectorului bancar românesc”, 15 octombrie, București, disponibil la <http://www.bnr.ro/Discurs-sus%C8%9Binut-la-conferin%C8%9Ba-'Uniunea-Bancara-Europeana-evolutii-recente-si-implicatii-la-nivelul-sectorului-bancar-romanesc'-11512.aspx>
- Georgescu Roegen, N., 1960, „Economic Theory and Agrarian Economics”, in “Energy and Economic Myths”, New York, Pergamon Press, 103-42
- Glick, R., Rose, A. K., 2015, „Currency Unions and Trade: A Post-EMU Mea Culpa”, NBER Working Papers 21535
- Gordon R.J., 2012, „Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds.” NBER Working Paper 18315
- Gordon, R.J., 2014, „The demise of US economic growth: restatement, rebuttal and reflections”, NBER Working Paper, No. 19895
- Greenwood R., and D. Scharfstein, 2013, „The Growth of Finance”, Journal Of Economic Perspectives, Vol. 27, No. 2, Spring 2013, pp. 3-28.
- Gros, D., 2016, „The Deflation Bogeyman”, VoxEU, 8 April

- Gros, D. and Mayer, T., 2010, „How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund”, 15 March, disponibil la <http://voxeu.org/article/towards-european-monetary-fund>
- Glienicker Gruppe, 2013, „Towards a euro union“, October, disponibil la www.glienickergruppe.eu/english.html
- Groupe Eiffel, 2014, „For a euro community” February, disponibil la www.groupe-eiffel.eu/our-manifesto/
- Guerot U., and S. Duillien, 2014, „Ordoliberalism and Germany’s approach to the euro crisis”, Bruegel, 25 April, disponibil la <http://bruegel.org/2014/08/blogs-review-ordoliberalism-and-germanys-approach-to-the-euro-crisis/>
- Gujarati, D., 2003, „Basic econometrics”, ediția a patra, McGraw Hill, New York
- Haas, E., 1958, „The Uniting of Europe. 1950-1957”, Stanford: Stanford UP, p 16. European Integration Online Papers.
- Haldane, A., 2015, „How long can it go?”, speech at Portdown Chamber of Commerce, Northern Ireland, 18 September
- Harding D. and A. Pagan, 2005, „A suggested framework for classifying the modes of cycle research”, Journal of Applied Econometrics, volumes 20, issue 2
- Havránek, T., 2010, „Rose Effect and the Euro: Is the Magic Gone?”, Review of World Economics, 146(2), pp. 241–261
- Henderson, J. Vernon, A.Storeygard, and D.N. Weil, 2012, „Measuring Economic Growth from Outer Space: Dataset.” American Economic Review disponibil la http://www.econ.brown.edu/Faculty/David_Weil/Henderson%20Storeygard%20Weil%20AER%20April%202012.pdf
- Holtfrerich C. L., 1993, „Did monetary unification precede or follow political unification of Germany in the 19th century”, European Economic Review 37, 518-524
- Hooghe, L and Marks, G, 2001, „Multi-Level Governance and European Integration". London: Boulder: Rowman & Littlefield
- Hooghe, L. and Marks., G., 2008, „A postfunctionalist theory of European integration: from permissive consensus to constraining dissensus”. British Journal of Political Science 39 (1), p. 1–23
- Iancu, A., 2009, „Convergența reală”, Studii economice, Academia Română, Institutul Național de Cercetări Economice, București
- Iancu, A., 2006, „Convergența reală și integrarea”, Studiu realizat în cadrul Programului CEEEX – Proiect nr. 220/2006, „Convergența economică și rolul cunoașterii în condițiile integrării în UE”, disponibil la <http://oeconomica.org.ro/files/pdf/50.pdf>
- Independent Evaluation Office, 2016, „The IMF and the Crisis in Greece, Ireland and Portugal: An Evaluation by the Independent Evaluation Office”, disponibil la http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/EAC_REPORT%20v5.PDF
- International Monetary Fund, 2016, “Cross Country Report on minimum wage,” IMF Country Report 151
- International Monetary Fund, 2015, “ Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014”, IMF Country Report 98

- International Monetary Fund, 2012, "Romania Selected Issues Paper," Country Report 12/291
- International Monetary Fund, 2016, „Regional Economic Issues. Central, Eastern and Southeastern Europe. How to get back on the fast track”, disponibil la <https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2016/eur/eng/pdf/rei0516.pdf>
- International Monetary Fund, 2012, „The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View” Public Information Notice no 12/137, disponibil la <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>
- Isard P., 2007, „Equilibrium Exchange Rate: Assessment Methodologies”, IMF Working Paper WP/07/296
- Isărescu, M., 2016, „Creșterea economică și strategia de dezvoltare. Între convergența rapidă și păstrarea echilibrelor macroeconomice”, cuvântare la SNSPA, 18 mai
- Isărescu, M., 2015, „Convergența nominală versus convergența reală”, prezentare la Conferința Comisiei Europene „Romania's path towards euro”, 20 aprilie, București, disponibil la <http://www.bnro.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>
- Isărescu, M., 2014, „România, adoptarea euro și Uniunea Bancară”, Conferința științifică anuală ERMAS, Universitatea Babes Bolyai, 18 august, Cluj, disponibil la <http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>
- Isărescu, M., 2012, Speech at the European Association for Banking and Financial History Annual Conference, National Bank of Romania headquarters, Bucharest, June, disponibil la <http://www.bnro.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885>
- Issing, O., 2003, „Monetary and financial stability - is there a trade-off?”, Speech at Conference on „Monetary Stability and the Business Cycle”, Bank for International Settlements, Basel, 28-29 March 2003
- Issing O., 2001, „Economic and Monetary Union in Europe: Political Priority versus Economic Integration?,” paper for the Conference 2001 of the European Society for the History of Economic Thoughts
- Issing O., 1991, Speech at Bundesbank, citat in „A concise Encyclopedia of the European Union”, disponibil la <http://www.euro-know.org/europages/dictionary/e.html>
- Janovic, M., 2013, „The economics of European integration”, Second edition, Edward Elgar, Cheltenham p.86
- Jarocinski M. and Lenza M., 2016, „How large is the output gap in the euro area”, ECB Research Bulletin, July, 1
- Jeanne, O., and A. Korinek, 2012, „Macroprudential Regulation Versus Mopping up after the Crash,” NBER Working Paper 18675
- Jonung L. and Drea E., 2009, „The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989 – 2002,” European Economy, Economic Papers, 395, December, Brussels
- Juncker, J.C., 2016, „Raus ist raus...aber Grossbritannien wird am Familientisch fellen” Bild-interview, 25 June 2016 disponibil la <http://www.bild.de/bild-plus/politik/ausland/jean-claude-juncker/raus-ist-raus-46479390.view=conversionToLogin.bild.html>
- Kenen, P.B., 1969, „The Optimum Currency Area: An Eclectic View", In Mundell and Swoboda, (eds.), „Monetary Problems of the International Economy”, Chicago: University of Chicago Press

- Kenen, P.B., 2003, "Five years of the ECB," Centre Piece Summer, p.31-36
- King, M., 2013, article in Financial Times, electronic edition, quoting a speech given at the CBI Northern Ireland Mid-Winter Dinner in Belfast, January 22, p.3
- King, M. and David Low., 2014, „measuring the “world real interest rate””, NBER, Working Paper No.19887
- Kitano, H., 2004. "Biological robustness". Nature Reviews Genetics, Volumul 5, pp. 826-837
- Kotowal, A. B. Ramasawami si W. Wadhawa, 2011, „Economic liberalization and Indian economic growth”, Journal of Economic Literature, December, pp.1152-1199
- Krugman, P., 2015, „The Euroskeptic Vindication (blog)", 19 July.
- Krugman, P., 2011, "Currency Wars" and the Impossible Trinity (Wonkish)", 9 May, The New York Times blog, disponibil la http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/05/09/currency-wars-and-the-impossible-trinity-wonkish/?_r=0
- Krugman, P., 1993, „Lessons of Massachusetts for EMU", in F Torres and F Giavazzi (Eds) Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press
- Krugman, P., 1991, „Geography and Trade", Cambridge: MIT Press.
- Krugman P., 1981, „Trade, accumulation and uneven development", Journal of Development Economics, no.8, pp.149-61
- Laffan B. and Mazey S., 2006, „European integration: the European Union –reaching an equilibrium?" in Richardson J. (ed.), European Union. "Power and policy-making" 3rd edition, Abingdon, Routledge, p. 31-54
- Landesmann, M., 2000, „Chapter 4. Structural Change in the Transition Economies, 1989–1999", Economic Survey of Europe
- Landesmann, M., 1995, „Industrial Restructuring and Trade Reorientation in Eastern Europe", Cambridge, Cambridge University Press.
- Lazea, V., 2016, „Strategia „România competitivă”: câteva lămuriri necesare", articol, blog BNR, disponibil la <http://www.opiniibnr.ro/index.php/macroeconomie/135-strategia-romania-competitiva-cateva-lamuriri-necesare>
- Laubach, T. and John Willams, 2001, „Measuring the Natural Rate of Interest", The Review of Economics and Statistics, 85(4), November, disponibil la <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200156/200156pap.pdf>
- Lautenschläger, S., 2015, Speech „Reintegrating the banking sector into society: earning and re-gaining trust", Milan, 28 September, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150928.en.html>
- Liebermann, R., 2011, „Why the rich are getting richer", Foreign Affairs, Jan-Febr.
- Lukes, S., 2005, „Power. A radical view" Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2nd Edition
- Lungu, L. și Kallai E., 2014, „Când ar trebui România să adere la Uniunea Bancară? Mai devreme sau mai târziu?", IER, Studii de Strategie și Politici no. 1
- Maduro, M.P., 2012, „A New Governance for the European Union and the Euro: Democracy and Justice", paper prepared for the Constitutional Affairs Committee of the EP. D-G for Internal Policies, Policy Dept. C, Citizens' Rights and Constitutional Affairs, PE 462-484, September
- Manoilescu, M., 1929, „La Theorie du Protectionisme Industriel", Paris. Giard

- Masciandaro, D., and Passarelli, F, 2013, „Single supervision and resolution rules: Is ECB independence at risk?" Vox EU, 21 December, disponibil la <http://voxeu.org/article/banking-union-ecb-independence-risk>
- Matthews D., 2015, „To fix the economy, let's print money and mail it to everyone". Vox article, disponibil la <http://www.vox.com/2014/9/9/6122517/helicopter-drop-money-print-fed-blyth-lonergan>
- McKinnon, R., 1963, „Optimum currency areas", The American Economic Review, 53:717–25.
- Mersch, Y., 2013, key note address to Journee Boursiere, „The euro and the ECB: perspectives and challenges ahead", Bruxelles: ECB
- Mongelli P., 2013, „The mutating euro area crisis, is the balance between sceptics and advocates shifting?", ECB Occasional Papers Series 144, February, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp144.pdf?5d29ae9d0e995805cbd48b1aa8bc2a7a>
- Mongelli F. P., 2008, „European Monetary Union and Optimum Currency Area Theory," European Economy, Economic Papers 302, February, disponibil la http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12081_en.pdf
- Mongelli, P., 2002, „New Views on the Optimum Currency Areas Theory: what is EMU telling us?", ECB Working Paper, nr. 138, April, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf?7f9fcb71c9a79e446251a79273c9ba60>
- Moutout, Ph.; Jung, A. and Mongelli, P., 2008. „The working of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision making / selected issues". ECB Occasional Paper, Vol. 79, January, pp. 68-98 disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp79.pdf?66c7d93f692dd780314145ae6772f03d>
- Mundell, R., 1961, „A theory of optimal currency areas", The American Economic Review, 51(4): 657–65.
- Mundell R., 1973a, „Uncommon arguments for common Currency," HG Johnson and A.K. Swoboda, The Economics of Common Currencies, Allen and Uwin, pp114-132
- Mundell R., 1973b, „A plan for European Currency," HG Johnson and A.K. Swoboda, The Economics of Common Currencies, Allen and Uwin, pp143-172
- Noord van den, P., 2000, „The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilizers in the 1990s and Beyond", OECD, WP 230
- Nowotny, E., D. Ritzberger-Grunwald, H. Schuberth, (Eds.), 2015, „The challenge of economic rebalancing in Europe, perspectives for CESEE countries", Edward Elgar Publishing, London
- Ostry J., Ghosh A.R., Habermeier K., Charmon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S., 2010, „Capital Flows: the Role of Controls," IMF Staff Position Note, SPN/10/04
- Otero-Iglesias M., Royo S. and Steiberg F., 2016, „The Spanish financial crisis: lessons for European Banking Union," Real Instituto Elcano Madrid
- Obstfeld, M. and Rogoff, K, 2009, „Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes". CEPR Discussion Paper, Vol. No. 7606.

- Obstfeld M. and Taylor A., 2005, „The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”. *Review of Economics and Statistics*, 87, 423–38.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. and Taylor, A. M., 2004, „Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period”, *IMF Staff Papers* 51: 75–108.
- Pagano U., et.al, 2014, „Is Europe overbanked?”, reports of the Advisory Scientific Committee, No. 4, ESRB, June
- Petroulas, P., 2007, „The effect of the euro on foreign direct investment”, *European Economic Review* Vol 51 (2007) pp. 1468–1491
- Pisani-Ferry, J., 2010, „The Known Unknowns and the Unknown Unknowns of EMU”. Bruegel, Bruegel Policy Contribution
- Pisani-Ferry, Jean and André Sapir, 2010, „The best course for Greece is to call in the Fund”, *Financial Times*, 2 February.
- Praet, P., 2016, "Interview with La Repubblica", March 15, and published on the European Central Bank website on March 18, disponibil la <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html>
- Praet P., 2014, „The financial cycle and real convergence in the euro,” speech at the Annual Hyman P. Minsky Conference on the state of the US and World Economies, Washington D.C., April 10
- Rachel, L. and Smith, T., 2015, „Secular drivers of the global interest rate”, Bank of England, Staff Working Paper No. 571
- Reinhart, C. M, and K. Rogoff, 2009a, „The Aftermath of Financial Crises.” *American Economic Review* 99: 466-472.
- Reinhart, C. M, and K. Rogoff, 2009b, „This Time is Different”, Princeton, Princeton University Press
- Reinhart, C. M, V.R. Reinhart, and K. Rogoff, 2012, „Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800.” *Journal of Economic Perspectives* 26 (3): 69-86.
- Rehn, O., 2011, Summary record of the meeting of the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), held in Strasbourg, European Parliament
- Rey, H, 2013, „Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August, disponibil la <http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm>, reeditat in 2015 ca NBER Working Paper, No. 21162, May 2015
- Ricardo, D., 1963, „The Principles of Political Economy and Taxation” (1817 prima editie), Irwin, Homewood, Ill
- Ricci, L.A., 2008, „A model of an optimum currency area". *Economics: the Open-Access, Open-Assessment E-Journal* (Budapest Open Access Initiative) (8): 1–31.
- Rodrik, D., 2007, „Open economics. Many recipes. Globalization, institutions and economic growth”, Princeton, Princeton University Press, 2007
- Rogoff, K, 2015, „Debt supercycle, not secular stagnation”, article VoxEU, CEPR Policy’s portal, 22 April 2015, disponibil la <http://voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular->

stagnation si „A new deal for debt overhangs?“, article Project Syndicate, 4 August 2015, disponibil la <https://www.project-syndicate.org/commentary/greece-debt-overhang-by-kenneth-rogoff-2015-08?barrier=true>

- Rogoff, K., 1985, „The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target“, Quarterly Journal of Economics 100, 1169-1189.
- Rose, A., 2000, „One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade“, *Economic Policy*, 15, pp. 7–45.
- Rose, A., 1997, „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 1473
- Rosenstein Rodan P., 1943, „Problems of Industrialization in South eastern Europe“, *Economic Journal*, vol.53 (June-September), pp.202-1
- Rubio, E, 2014, “Promoting structural reforms in the euro area: what for and how?”, Policy paper no. 119, Notre Europe - Jacques Delors Institute, Paris
- Rubio, E. 2012, „Eurozone budget: 3 functions, 3 instruments“, Tribune, Notre Europe - Jacques Delors Institute, Paris
- Samuelson, P., 2004, „Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18 No. 3 Summer, disponibil la <https://www.aeaweb.org/issues/11>
- Samuelson P., 1994, „Facets of Balassa-Samuelson Thirty years Later,“ Review of International Economics, Vol. 2, October, pp. 201-26
- Samuelson, P., 1954, „The Pure Theory of Public Expenditure,“ The Review of Economics and Statistics, Vol. 36, No. 4, pp. 387-389
- Sapir, A. and G. Wolff, 2015, „Euro-area Governance: What to Reform and How to Do it“, Policy Brief 2015/01, Bruegel
- Schuknecht, L., von Hagen, J. and W., Guido, 2009, „Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada, „European Journal of Political Economy, vol. 25(3), 371-384.
- Schauble, W., 2016, „In Europa nicht so weitermachen wie bisher“, Die Welt, 3.07. disponibil la <https://www.welt.de/politik/deutschland/article156764432/In-Europa-nicht-so-weitermachen-wie-bisher.html>
- Schlosser, P. and B. Laffan, 2015, „The rise of a fiscal Europe? Negotiating Europe’s new governance“, Research Report, Florence School of Banking and Finance, p.2
- Schmidt, V. A., 2006, „Democracy in Europe: The EU and National Politics“, Oxford: Oxford University Press.
- Schneider, F., 2015, „Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2015: Different Developments“, <http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2015/ShadEcEurope31.pdf>
- Serra N and J. Stiglitz (ed), 2008, „The Washington Consensus reconsidered“, London, Oxford University Press
- Sibert, A., 2012, „Banking Union and a Single Bank Supervisory Mechanism“. In European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy (pp. pp.21-34). Brussels
- Schoenmaker D., and Veron, N., (eds.), 2016, „European Banking Supervision: the first eighteen months“, Bruegel Blueprint Series, Vol 25

- Socol, A., 2009, „Macroeconomia integrării monetare europene. Cazul României”, Editura Economică
- Socol, C., 2013, „România spre Compactul Fiscal. Disciplină și Dezvoltare”, Editura Economică, București, 2013
- Socol, C., Marinas, M. C. and Socol A., 2015, „The Impact of Fiscal Consolidation in the European Development Countries”, în volumul colectiv „Progress in Economic Research”, nr 33, coord. Albert Tavidze, Editura Nova Publishers, New York
- Spaaak, P-H., 1961, Discours à la Chambre des Représentants, 14 June, citat in Raportul Monti, 2010, p. 2
- Stark, J., 2009, Speech at the Frankfurt 12th Euro Finance Week, session on “Restructuring the Global Financial Architecture – The Road Ahead”, Frankfurt, 17 November, p. 3
- Stiglitz, J., 2016, „What is wrong with negative interest rates?”, Project Syndicate, 13 April
- Stiglitz, J., 1998, „More instruments and broader goals. Moving toward a post-Washington consensus”, UN/Wider
- Summers, L. H., 2016a, „The Age of Secular Stagnation”, Foreign Affairs, March/April
- Summers, L.H., 2016b, „Disappointed by what came out of Jackson Hole, disponibil la <http://larrysummers.com/2016/08/29/disappointed-by-what-came-out-of-jackson-hole/>
- Summers, L.H., 2014, „Reflections on the New secular Stagnation Hypothesis”, in C.Teulings and R. Baldwin (eds), “Secular stagnation: facts, causes and cures”, VoxEU.org eBook, CERP Press
- Svensson, L.E.O. 2015, „Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate”, paper presented at the 59th FED Economic Conference, 30 September
- Treaty on the Functioning the European Union, disponibil la <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>
- Trichet, J.C., 2010, Introductory statements, Hearings of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Brussels; relevant este discursul din 30 noiembrie 2010, disponibil la <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101130.en.html>
- Turner, A, 2016, „Demystifying Monetary Finance”, Voxeu, 10 August
- Veaceslav G., Stanciu I.E., 2014, „Identificarea ciclurilor de afaceri și proprietățile acestora”, Caiete de studii nr.35, BNR, disponibil la <http://www.bnro.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6786>
- Vrânceanu R., 2016, „Politicile economice și constrângerea reprezentată de raportul dintre datorie și PIB: provocarea europeană”, în Criza zonei euro și viitorul Europei coordonat de Daianu D., Basevi G., D’Adda C., Kumar R., Editura Polirom, p.65-84
- Zeitler, J., 2016, „Centralized Economic Governance vs. Enhanced Market Discipline: is a third way needed”, University of Amsterdam/ACCESS EUROPE, p.5
- Zuleeg, F., 2009, „The rationale for EU action: What are European Public Goods?”, European Policy Center, prepared for BEPA Workshop on „The political economy of EU public finances: designing governance for change”, 5 February, disponibil la http://ec.europa.eu/dgs/policy_advisers/docs/eu_public_goods_zuleeg.pdf

- Wade, R., 1990, „Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asia's Industrialization'', Princeton University Press, Princeton
- White, W., 2012, „Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences'', Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 126, disponibil la <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>
- Weber, A., 2015, „Rethinking Inflation Targeting'', June 8, disponibil la <https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06?barrier=true>
- White W., 2016, „Only government action can resolve a global solvency crisis'', article Financial Times, Opinion section, p. 11
- Wicksell, K., 1898, „Interest and Prices''. English translation New York 1936: Sentry Press
- Williamson, J., 1990, „What Washington means by policy reform'', in J. Williamson (ed), „Latin America Adjustment'', Washington DC, Institute for International Economics
- Wolf, M., 2016, „Monetary policy in a low rate world'', Financial Times, 14 Septembrie 2016, p.11
- World Bank, 2016, „Ease of Doing Business''
- World Bank, 2016, Worldwide Governance Indicators
- World Bank, 2012, „Golden Growth, Restoring the lustre of the European economic Model'', WB Publication, disponibil la <http://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/golden-growth>
- World Economic Forum, Global competitiveness report 2015-2016, disponibil la <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/>
- Xu Chenggang, 2011, „The fundamental institutions of China's reforms and development'', Journal of Economic Literature, December. pp.1076-1150
- Website-uri Eurostat, Ameco, INSEE

ANEXE Capitolul 1

Tabel A1.1: Proceduri de deficit excesiv

Țara	Perioada			
Germania	2002	2007	2009	2012
Franța	2009			
Italia	2005	2008	2009	2013
Spania	2009			
Portugalia	2009			
Irlanda	2009			
Belgia	2010	2014		
Austria	2009	2014		
Finlanda	2010	2013		
Luxemburg	2010			
Olanda	2002	2005	2010	2014

Sursa: CE

Tabel A1.2: PIB/capita in ZE11, mii euro prețuri curente

	1960-1969, Media anuala	1970-1979, Media anuala	1980-1989, Media anuala	1990-1999, Media anuala	1998	2000-2009, Media anuala	2010-2015, Media anuala	2015	2010-2015/ 1990-1999
Belgia	1,8	5,5	11,6	20,4	22,8	29,2	35,2	36,5	1,7
Germania	1,8	5,8	14,0	22,8	24,6	28,6	34,7	37,1	1,5
Irlanda ¹	1,0	2,5	7,5	15,8	21,7	37,7	38,7	41,8	2,4
Spania	0,7	2,5	6,3	12,4	13,7	20,6	22,7	23,3	1,8
Franta	1,9	5,2	12,5	20,2	22,4	27,8	31,9	32,8	1,6
Italia	1,3	3,3	10,2	17,8	19,9	25,1	26,8	26,9	1,5
Olanda	1,7	5,8	12,7	21,1	24,6	33,4	38,9	40,1	1,8
Austria	1,3	4,3	11,8	21,6	24,4	30,6	37,6	39,1	1,7
Portugalia	0,5	1,6	3,6	9,0	10,9	14,9	16,7	17,3	1,9
Finlanda	1,6	4,6	14,2	20,2	23,2	31,2	36,9	37,8	1,8
Luxemburg	2,6	7,5	17,4	37,9	42,9	64,0	84,3	91,6	2,2
Media ZE11	1,5	4,4	11,1	19,9	22,8	31,2	36,5 ²	38,2 ³	
Media ZE10 fără Luxembourg	1,4	4,1	10,4	18,1	20,8	27,9	31,8 ²	32,4 ³	
deviația standard	0,6	1,8	3,9	7,3	8,0	12,5	17,3	19,3	
Bulgaria				1,1	1,6	3,2	5,6	6,1	5
Cehia				4,1	5,8	10,6	15,3	15,6	3,7
Ungaria				3,2	4,2	8,2	10,5	11,1	3,3
Polonia				2,6	4	6,6	10,3	11,1	4
Romania				1,1	1,7	3,9	7,2	8,1	6,3

¹pentru Irlanda datele se referă până în 2014, ² se referă la media 2010-2014, ³ se referă la 2014,

Sursa: AMECO

Tabel A1.3: Comerț internațional cu bunuri în ZE11, mld eur

	Export total, mld €		Ritm mediu anual	Export intraZE11				Ritm mediu anual	import total, mld €		Ritm mediu anual		Import intraZE11				Ritm mediu anual
	1999	2015		1999		2015			1999	2015		1999		2015			
				Mld €	%total	Mld €	%total					Mld€	%total	Mld €	%total		
AT	62	138	5,1	35	56	63	45	3,7	67	140	4,7	45	68	83	59	3,8	
BE	168	360	4,9	106	63	200	56	4,0	155	339	5,0	91	59	178	53	4,3	
DE	510	1,198	5,5	226	44	406	34	3,7	445	946	4,8	209	47	401	42	4,2	
ES	98	255	6,2	58	59	123	48	4,8	127	281	5,1	74	58	134	48	3,8	
FR	305	456	2,5	150	49	201	44	1,8	296	516	3,5	166	56	291	56	3,6	
IR	67	110	3,2	27	40	39	35	2,4	44	67	2,6	8	19	21	31	5,7	
IT	221	414	4,0	104	47	153	37	2,4	207	369	3,7	108	52	161	44	2,5	
LX	8	16	4,5	6	73	11	68	4,0	11	21	4,4	8	79	14	69	3,5	
HL	205	511	5,9	131	64	283	55	4,9	193	456	5,5	81	42	152	33	4,1	
PT	23	50	4,9	16	67	30	60	4,2	38	60	3,0	26	69	41	69	2,9	
FI	40	54	1,9	14	34	17	32	1,5	30	54	3,7	11	37	22	40	4,3	

Sursa: Eurostat

Tabel A1.4: Expunerea băncilor străine asupra țărilor ZE11, mld euro

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007/ 1999, ori	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015/ 2007 %
DE	461	532	605	770	720	854	892	852	1174	2,5	1132	1128	1164	1079	1185	1015	1000	1082	92
AT	81	96	174	155	156	169	130	143	244	3,0	244	214	198	190	189	189	195	191	78
BE	177	157	189	223	228	257	304	312	368	2,1	342	440	363	351	370	347	368	390	106
FR	348	427	451	462	480	564	640	771	873	2,5	782	745	812	823	830	815	896	892	102
FI	36	49	48	42	44	96	104	122	143	3,9	148	149	164	212	203	195	198	207	145
IR	105	127	158	167	212	285	372	472	609	5,8	566	517	423	386	334	306	321	327	54
IT	378	420	454	467	467	499	584	747	883	2,3	789	796	646	549	540	531	559	561	64
HL	265	320	360	359	396	433	530	584	688	2,6	559	527	569	587	647	564	589	573	83
PT	51	75	87	96	105	108	130	142	158	3,1	158	174	151	134	113	103	105	118	74
ES	149	171	187	235	274	342	449	576	701	4,7	677	652	532	455	399	397	388	375	54

Sursa: BRI

ANEXE Capitolul 3

Tabel A3.1: Indicatorii de convergență nominală în 2016

	Stabilitatea preturilor ¹	Surplus/deficit buget general consolidat ²	Datorie publică ³	Curs de schimb fata de euro ²⁴	Rata dobanzii pe termen lung ⁵
Bulgaria	-1	-2	28,1	0	2,5
Cehia	0,4	-0,7	41,3	0,9	0,6
Ungaria	0,4	-2	74,3	-0,7	3,4
Polonia	-0,5	-2,6	52	-4,2	2,9
Romania	-1,3	-2,8	38,7	-1	3,6
Valoarea de referinta⁶	0,7	-3	60		4

Note:

¹variații procentuale medii, Datele pentru 2016 se referă la perioada mai 2015-aprilie 2016;

²informațiile pentru 2016 se referă la perioada anterioară termenului limită pentru datele statistice -18 mai 2016;

³procent din PIB datele pentru 2016 provin din previziunile Comisiei Europene din primăvara anului 2016;

⁴variații procentuale anuale medii, Valoare pozitivă/negativă indică aprecierea/deprecieră în raport cu euro;

⁵rate al dobânzii anuale medii, Datele pentru 2016 se referă la perioada mai 2015-aprilie 2016;

⁶valorile de referință pentru inflația măsurată prin IAPC și pentru ratele dobânzilor pe termne lung se referă la perioada mai 2015-aprilie 2016, Valorile de referință pentru soldul bugetului general consolidat și pentru datoria publică sunt definite în articolul 123 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene și Protocolul nr. 12 privind procedura de deficit excesiv,

Sursa: Raport Convergență 2016, BCE Tabel 3,1

Tabel A3.2: Deficitul de cont curent în România, %PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Deficit cont curent	-3,8	-5,6	-3,4	-5,9	-8,3	-8,6	-10,3	-13,8	-11,8	-4,8	-5,1	-4,9	-4,8	-1,1	-0,7	-1,2
Sector public¹	-4,6	-3,4	-1,9	-1,4	-1,1	-0,8	-2,1	-2,8	-5,5	-9,5	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-0,9	-0,7
Sector privat²	0,8	-2,2	-1,5	-4,5	-7,2	-7,8	-8,2	-11	-6,3	4,7	1,8	0,5	-1,1	1	0,2	-0,5
Rata economisirii brute³	16,0	17,0	19,1	16,8	16,0	15,3	16,9	17,5	21,6	22,3	21,7	23,0	22,0	24,5	24,5	24,4
Rata formării brute de capital	19,8	22,6	22,5	22,7	24,3	23,9	27,2	31,3	33,4	27,1	26,8	27,9	26,8	25,6	25,2	25,6
Rata brută a economisirii sector public	-0,2	0,6	2,6	3,4	3,8	3,1	4,5	4,2	1,3	-2,7	-0,9	1,7	2,1	2,6	3,4	2,8
Rata brută a economisirii sector privat	16,2	16,5	18,7	13,5	12,2	12,2	12,4	13,1	16,0	24,6	21,7	20,3	21,0	21,2	22,0	21,7
Rata FBCF⁴ sector public	3,4	2,7	3,2	3,5	2,8	2,8	5,2	5,6	5,4	5,2	5,6	5,4	4,8	4,6	4,3	5,1
Rata FBCF sector privat	15,8	18,2	18,5	18,8	19,6	21,5	21,2	24,4	24,9	20,1	19,0	19,3	22,7	19,2	19,9	19,6

Note:

¹sector public reprezintă deficitul bugetului general consolidat în PIB, ² sector privat reprezintă deficitul de cont curent minus sector public, ³ rata economisirii brute reprezintă deficitul de cont curent minus rata formării brute de capital ⁴FBCF rata formării brute de capital fix

Sursa: AMECO, Eurostat, INSSE pentru ratele de economisire brută și rata formării brute a capitalului fix 2007-2015

Tabel A3.3: Rata șomajului al celor în vârstă de 15-64 ani

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rata șomajului								
Bulgaria	6,8	10,2	11,3	12,3	12,9	11,4	9,2	6,8
Cehia	6,7	7,3	6,7	6,9	6,9	6,2	5,1	6,7
Ungaria	10,1	11,2	10,9	11,0	10,1	7,8	6,8	10,1
Polonia	8,3	9,6	9,7	10,2	10,4	8,9	7,6	8,3
Romania	7,0	7,0	7,1	6,8	7,1	6,8	6,8	7,0
Portugalia	8,8	10,7	12,0	12,9	15,8	16,4	14,1	12,6
Spania	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Grecia	7,8	9,6	12,7	17,9	24,5	27,5	26,5	24,9
Rata șomajului pe termen lung (>12 luni)								
Bulgaria	2,9	2,9	4,7	6,3	6,8	7,4	6,9	5,6
Cehia	2,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7	2,4
Ungaria	3,6	4,2	5,5	5,2	5,0	4,9	3,7	3,1
Polonia	2,5	2,6	3,0	3,6	4,1	4,4	3,8	3,0
Romania	2,4	2,2	2,4	2,9	3,0	3,2	2,8	3,0
Portugalia	3,6	4,2	5,7	6,2	7,7	9,3	8,4	7,2
Spania	2,0	4,3	7,3	8,9	11,0	13,0	12,9	11,4
Grecia	3,7	3,9	5,7	8,8	14,5	18,5	19,5	18,2

Notă: ca procent din populația activă

Sursa: Eurostat

Tabel A3.4: Salariul minim pe economie, % din remunerarea per salariat

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bulgaria	31,5	31,3	28,2	26,0	27,5	29,1	30,6	32,2
Cehia	23,1	24,4	22,9	22,9	22,2	23,7	23,8	24,5
Ungaria	23,0	25,4	25,3	25,9	28,3	32,5	34,2	32,4
Polonia	32,5	38,0	33,2	35,4	33,4	38,5	38,8	39,3
Romania	18,8	24,4	21,3	24,5	25,4	23,7	27,3	30,5
Portugalia	27,4	28,2	29,2	30,6	31,6	30,5	31,7	33,4
Spania	25,2	25,2	25,4	25,9	26,1	26,0	26,2	26,2
Grecia	34,3	33,9	35,5	36,4	37,1	30,5	31,8	32,5

Notă: calculat ca raport între salariul minim pe un an și remunerarea salariaților (componentă a PIB) per salariat; salariul minim publicat de Eurostat se referă la salariul minim lunar din luna ianuarie al fiecărui an, Salariile minime sunt valori brute, adică înainte de deducerea taxei pe venit și a contribuțiilor la asigurările sociale,

Sursa: Eurostat

Tabel A3.5: Coeficient de variație a ratei șomajului pentru cei în vârstă de 15-64 ani la nivelul regiunilor NUTS2

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bulgaria	34,6	28,0	22,4	21,5	25,1	17,2	14,8	18,4
Cehia	42,1	29,8	28,2	24,1	28,3	25,3	21,5	30,9
Ungaria	41,4	28,5	23,8	28,6	25,8	23,0	33,3	36,8
Polonia	18,3	18,8	13,0	14,3	14,6	15,2	17,9	20,6
Romania	30,7	29,1	25,1	33,9	33,2	32,6	36,2	37,4

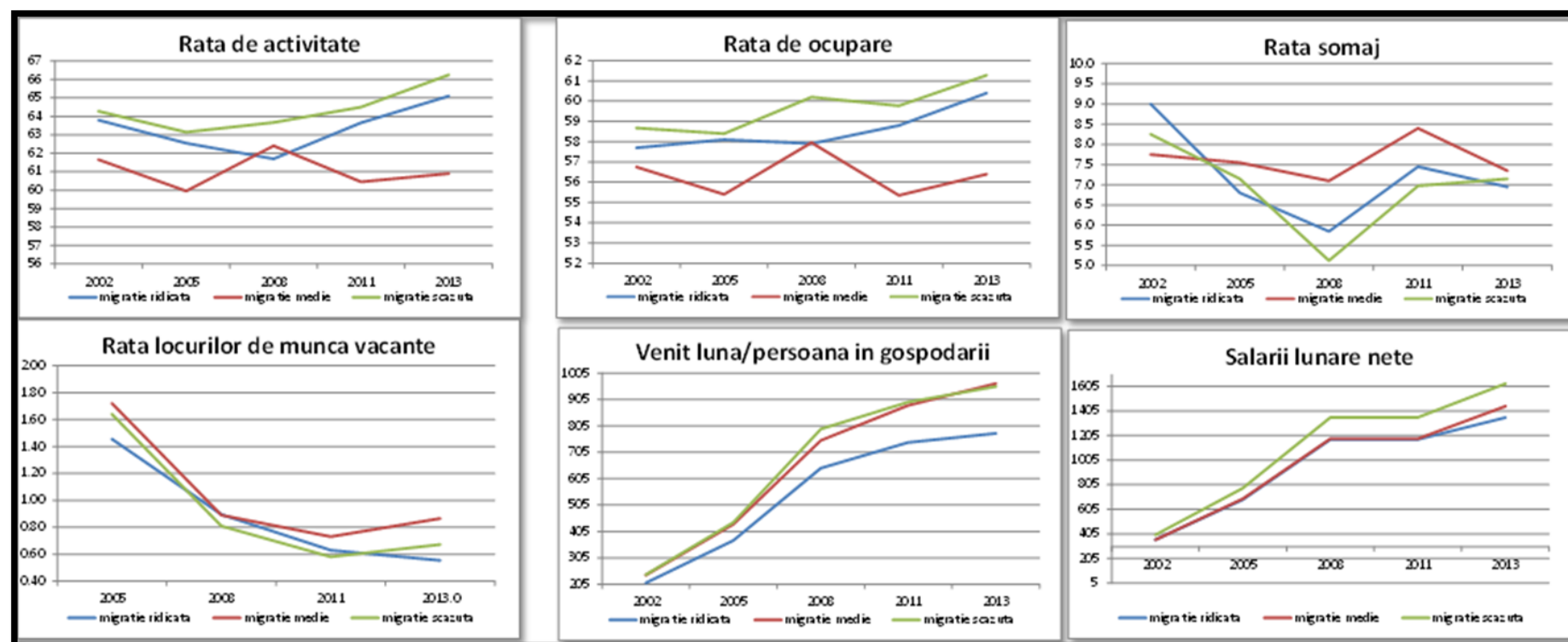
Sursa: Eurostat, calcule proprii

Tabel A3.6: Indicatorii pieței muncii în regiuni după intensitatea migrației 2013

	Rata de activitate pe nivel de educație				Rata de ocupare pe nivel de educație				Rata șomaj pe nivel de educație				Salarii Medii lunare nete	Venit mediu Lunar/ Persoană în gospodării	Venit/ salarii	Rata de abandon școlar		
	total	sup	mediu	scazut	total	sup	mediu	scazut	total	sup	mediu	scazut				primar	liceal	Post liceal
Regiuni cu migrație ridicată																		
NE	69,3	86,6	73,3	57,6	65,9	81,4	69,2	56	4,4	6	5,4	2,2	1321	777	58,8	1,3	3,1	7,8
SE	60,9	85	65,9	44,9	54,9	78,6	59,3	40,1	9,5	7,5	10	9,6	1381	775	56,1	1,8	3,2	10
	65	86	70	51	60	80	64	48	7	7	8	6	1351	776	57	2	3	9
Regiuni cu migrație medie																		
V	61,8	87	65,8	40,8	58,6	83,9	62,6	37,3	5,2	3,6	4,9	7,8	1492	966	64,7	1,5	2,8	9
Centru	60	88	67,9	28,9	54,2	84	61,6	23,5	9,5	4,6	9,2	17,7	1394	964	69,2	2	3,6	8,7
	61	88	67	35	56	84	62	30	7	4	7	13	1443	965	67	2	3	9
Regiuni cu migrație joasă																		
NV	65,7	86,9	70,9	46,3	62,9	83,4	67,6	44,9	4,1	4,1	4,6	2,7	1342	903	67,3	1,2	3	9,1
S	66,1	89,3	73	46	59,4	82,7	65,5	40,9	9,5	7,3	10,1	9,1	1463	840	57,4	1,3	2,6	7,9
B+If	68,1	89	65,8	35,3	62,6	84,6	60,1	28,3	8	4,9	8,6	19,4	2265	1252	55,3	0,9	2,2	8,6
SV	65,1	84,3	67	53,4	60,2	79,2	60,7	51,1	7	6	9,3	3,4	1433	820	57,2	1,1	2,3	9,7
	66	87	69	45	61	82	63	41	7	6	8	9	1626	954	59	1	3	9

Sursa: INSSE

Grafic A3.1: Piața muncii și migrația în regiuni



Sursa: INSSE

Tabel A3.7: Reglementări pe piața muncii în ECE și SM ale ZE

	BG	RO	PL	CZ	HU	PT	ES	DE	Gr	DK
Dificultatea angajării										
Contractele pe termen fix interzise sarcinilor permanente?	Nu	da	nu	nu	nu	da	Da	nu	Da	Nu
Durata maximă a contractelor pe termen fix (luni calendaristice) ^a	36	60	Fără limită	108	60	66	12	24	Fără limită	Fără limită
Salariul minim pentru angajat full-time (USD/lună) ^b	241,89	278,30	545,72	550,8	449,8	763,33	1126,93	1904,02	804,66	0
Ponderea salariului minim în valoarea adăugată pe lucrător?	0,26	0,25	0,33	0,25	0,27	0,28	0,3	0,32	0,29	0
Stimularea angajării lucrătorilor sub 25 ani?	da	da	da	nu	da	da	Da	Nu	da	Nu
Rigiditatea orelor de lucru										
Maximumul zilelor lucrate pe săptămână	6	5	5,5	6	5	6	5,5	6	6	6
Supliment pentru munca de noapte(% din salariul orar)	3	25	20	10	15	25	7	0	25	0
Supliment pentru munca în zilele de odihnă (% din salariul orar)	0	100	100	10	50	50	0	0	75	0
Supliment pentru ore suplimentare (% din salariul orar)	50	75	50	25	50	31	0	0	28	0
Restricții pentru munca pe timp de noapte?	Da	Nu	Nu	Nu	Da	Nu	Nu	Nu	nu	Nu
Femeile lucrează același număr de ore precum bărbații?	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	da	Da
Restricții pentru munca din zilele de sărbători legale?	Nu	Nu	Nu	Nu	Da	Da	Nu	Nu	da	Nu
Restricții pentru munca peste program?	Da	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	nu	Nu
Concediu anual plătit (număr zile) ^c	20	20	22	20	21,3	22	22	24	22,3	25

Dificultatea concedierii/diponibilizării										
Durata maximă a perioadei de probă (în luni) ^d	6	3	3	3	3	3	6	6	12	3
Concedierea datorită redundanței permisă de lege?	Da	da	Da	da	da	Da	Da	da	da	Da
Notificarea unei terțe părți la concedierea unui lucrător?	Nu	nu	nu	nu	nu	da	da	Da	nu	nu
Aprobarea unei terțe părți a concedierii unui lucrător?	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu
Notificarea unei terțe părți la concedierea a 9 lucrători?	Da	Nu	Nu	Nu	Nu	Da	Da	da	da	Nu
Aprobarea unei terțe părți a concedierii a 9 lucrători?	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	Nu	nu	da	Nu
Reformare profesională sau realocare? ^e	Da	Da	Nu	Nu	Nu	Da	Nu	da	nu	Nu
Reguli prioritare pentru angajații deveniți redundanți?	Nu	Da	Da	Nu	nu	Nu	Nu	da	da	Nu
Reguli prioritare pentru reangajare?	Da	Da	Da	Nu	Nu	da	nu	nu	nu	Nu
Costul disponibilizărilor										
Perioada de notificare a angajaților concediați datorită redundanței (săptămâni de salarizare) ^c	2	4	10,1	8,7	6,2	7,9	9,1	10	0	8,7
Plăți compensatorii pentru concediații datorită redundanței (săptămâni de salarizare) ^c	7,2	0	8,7	11,6	7,2	2,1	15,2	11,6	15,9	11,6
Calitatea locului de muncă										
Salarizare egală pentru muncă de valoare egală?	Da	Da	Da	Da	da	da	da	nu	da	Da
Nediscriminare pe bază de sex la angajare?	Da	da	nu	da	da	da	da	nu	nu	Da
Concediu de maternitate stipulat de lege? ^f	Da	da	Da	da	da	da	da	da	da	Da
Durata minimă a concediului de	365	126	182	196	168	120	112	98	119	126

maternitate (zile calendaristice) ^{fg}										
Remunerarea cu 100% a salariului în concediu de maternitate? ^f	Nu	nu	da	Nu	Nu	Da	Da	Da	da	Nu
5 zile plătite pe an de concediu de boală?	Da	da	nu	Nu	Da	Nu	Da	da	nu	Da
Formare profesională la locul de muncă?	Nu	da	nu	Nu	Nu	Da	Da	da	nu	Nu
Protecția somerilor după un an de muncă?	Da	da	da	Da	Da	Da	da	da	da	da
Contribuția minimă pentru ajutor de șomaj (luni)	8	12	12	12	12	12	12	12	4	12
Pot angajații să creeze sau să se alăture sindicatelor?	Da	da	da	da	Da	Da	da	da	da	Da
Există proceduri administrative sau legale în cazul încălcării drepturilor angajaților?	Da	da	da	da	Da	Da	da	da	da	Da
Sistem de inspecție a muncii?	da	Da	da	da	da	da	Da	da	da	Da

Note: a, inclusiv cu reînnoiri,

b, se referă la muncitorul din studiul de caz al Doing Business: casier de 19 ani cu un an experiență, Țările cu 0 nu au salariul minim în sectorul privat,

c, Media pentru muncitori cu 1,5 și 10 ani vechime,

d, Nu se aplică pentru țările care legea nu prevede perioadă de probă,

e, Dacă este obligatoriu înainte de disponibilizare,

f, Dacă nu există concediu de maternitate se măsoară concediul parental,

g, Numărul minim de zile care în mod legal trebuie plătite de guvern și angajatori,

Sursa: *Ease of Doing Business, World Bank 2016*

Tabel A3.8: Rata de impozitare implicită a muncii

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bulgaria	33,2	29,7	30,4	27,4	25,7	23,5	24,2	24,5
Cehia	41,3	41,1	41,7	39,9	37,6	38,4	39	38,8
Ungaria	38,4	38,9	41	42,3	40,2	38,4	38,2	39,8
Polonia	33,8	35,4	34	31,7	30,9	30,3	32	33,9
Romania	28,1	30,1	30,2	27,3	28,6	30	33	30,4
ZE	37,3	37,5	37,9	38	37,4	37,4	37,7	38,5
Portugalia	22,4	23,1	23,7	23,5	23,6	24,2	25,4	25,4
Spania	32,4	32,9	33,7	32,4	31,4	32,6	32,9	33,5
Grecia	33,3	32,3	33,3	32,9	30	31,5	30,9	38

Rata de impozitare implicită a muncii este definită ca sumă a tuturor taxelor directe și indirecte precum și contribuțiile la asigurările sociale ale angajaților și angajatorilor atașate veniturilor din muncă raportată la remunerarea salarială per angajat, Rata de impozitare implicită trebuie interpretată ca o măsură care aproximează povara fiscală efectivă medie asupra muncii în economie,

Sursa:CE Structures of the taxation systems in the European Union, 2015

Caseta A. 1. Filtrul Hodrick-Prescott (HP)

Aceasta metodă statistică se bazează pe rezolvarea unei probleme de minimizare a unei funcții care vizează abaterile medii pătratice ale componentei ciclice și modificările ritmului de creștere a trendului:

$$HP = \min_{y_t^*} \left\{ \sum_{t=1}^T [(y_t - y_t^*)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=1}^T [(y_t^* - y_{t-1}^*) - (y_{t-1}^* - y_{t-2}^*)]^2] \right\}$$

unde: T reprezintă numărul total de observații; y_t – seria de timp; y_t^* – trendul seriei de timp;

$y_t - y_t^*$ constituie componenta ciclică a seriei de timp;

λ – coeficient de penalizare a sumei variațiilor ritmului de creștere a trendului seriei de timp, care determină gradul de netezire a componentei trend. De asemenea, mai poate fi interpretat ca reprezentând importanța care se acordă variabilității trendului comparativ cu variația față de trend (de fapt, componenta ciclică). Dacă $\lambda = 0$ atunci $y_t - y_t^* = 0$, adică $y_t = y_t^*$ și componenta ciclică este zero. Dacă $\lambda = \infty$, atunci condiția de minimizare impune o variație a diferențelor de creștere a trendului egală cu zero, astfel că va exista o formă liniară a acestuia. În lucrarea lor originală, Hodrick și Prescott (1980) au recomandat câteva valori pentru coeficientul de netezire – 100 pentru datele anuale, 1600 pentru cele trimestriale și 14400 pentru cele lunare.

Filtrul HP descompune seria de timp y_t într-un trend care nu este staționar și într-o componentă ciclică staționară. Avantajul major al acestui filtru constă în capacitatea de a ține cont atât de frecvențele ridicate și reduse ale unei serii de date. Totuși, acest filtru are și o serie de neajunsuri evidențiate în literatura de specialitate: în cazul seriilor de date nestaționare, vor apărea pierderi ale observațiilor la capetele seriei de date; alegerea coeficientului de netezire ar putea afecta relevanța componentei ciclice extrase; componenta ciclică și trendul nu sunt corelate între ele.

Filtrul Band Pass (BP)

Filtrul *band-pass* (BP) descompune seriile de timp în componente cu fluctuații periodice, fiecare dintre componente corespunzând unei anumite frecvențe. Conform acestora, PIB-ul real poate fi descompus în trei componente în funcție de intensitatea frecvențelor: componenta cu frecvență ridicată, care poate fi rezultatul unor variații sezoniere importante sau a unor șocuri care pot genera o modificare semnificativă a PIB; componenta cu frecvență medie, care constituie finalitatea filtrului BP, deoarece poate fi interpretată ca fiind componenta ciclică; componenta cu frecvență redusă, care reprezintă trendul PIB.

Filtrul BP izolează componenta ciclică a unei variabile presupunând că aceasta evoluează într-o bandă de frecvență medie, a cărei durată a fost stabilită în prealabil și care exclude frecvențele care exced respectiva bandă – frecvențele ridicate și pe cele reduse.

Filtrul trendului pătratic (QT)

Această metodă poate fi utilizată dacă rata de creștere a PIB înregistrează majorări și scăderi, caz în care trendul va înregistra puncte de minim/maxim. Trendul poate fi descris sub forma unei funcții polinomiale pătratice în raport de timp:

$$y_t^* = a + b \cdot t + d \cdot t^2$$

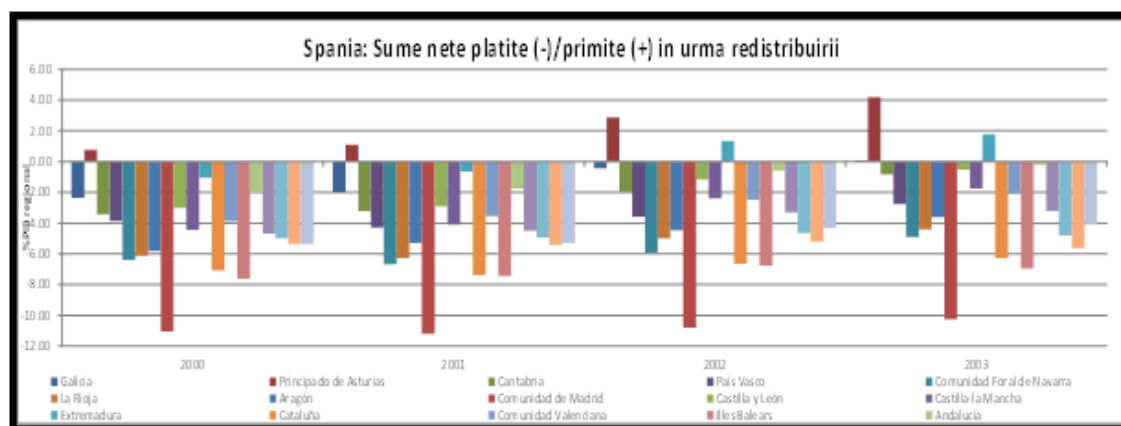
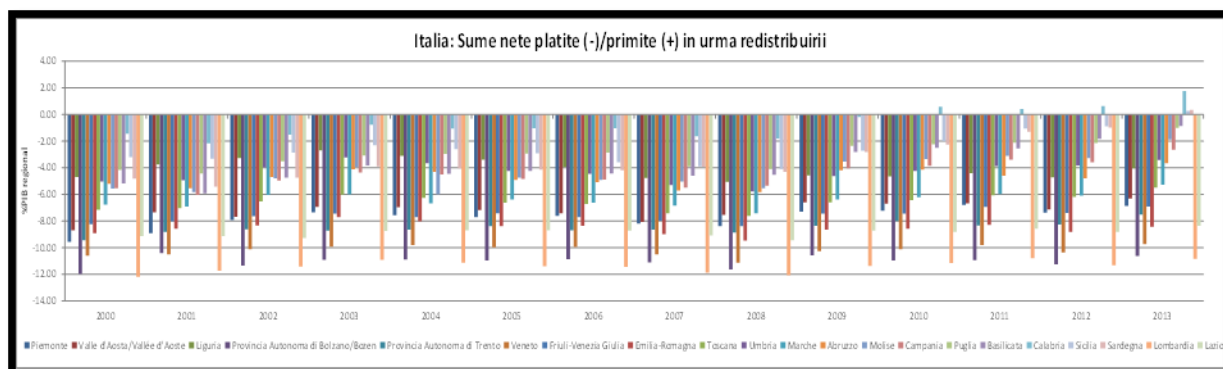
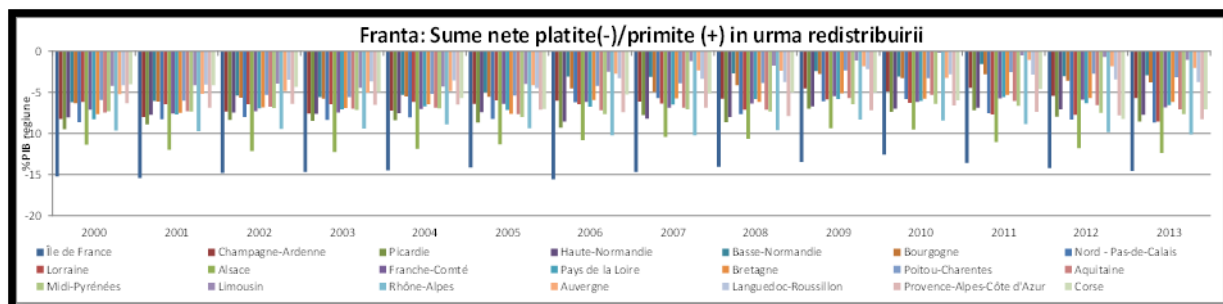
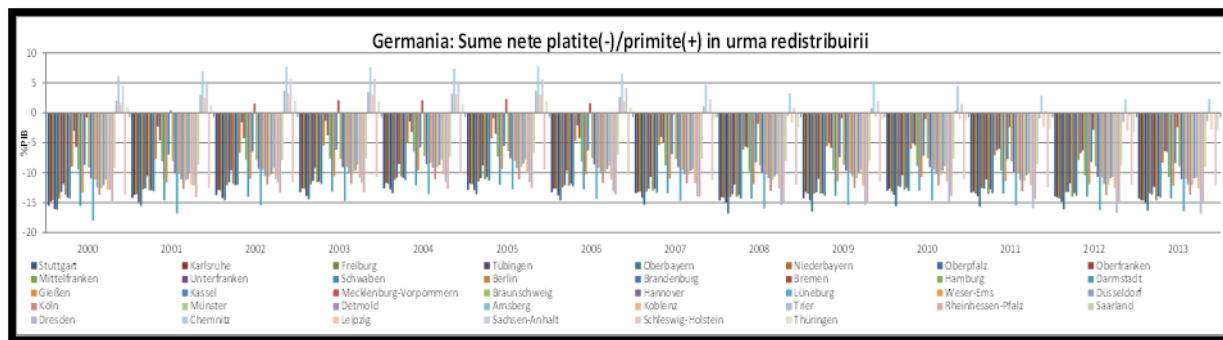
PIB-ul va fi scris ca sumă a celor două componente – trendul și ciclul de afaceri –, a doua componentă fiind de fapt reziduul ecuației următoare:

$$y_t = a + b \cdot t + d \cdot t^2 + c_t$$

Metoda componentelor principale (PCA)

Obiectivul acestei metode este identificarea factorilor comuni întâlniți în ciclurile de afaceri extrase pe baza celor trei metode anterioare. Metoda analizei componentelor principale (PCA) transformă k variabile explicative între care există o corelație ridicată, în k noi variabile între care nu există o corelație. Numărul variabilelor se va reduce, păstrându-se componentele care explică într-o mare măsură variația datelor inițiale. Acestea constituie combinații liniare interdependente ale variabilelor anterioare. În cazul nostru, variabilele explicative inițiale sunt seriile de date privind ciclurile de afaceri extrase prin cele 3 metode (HP, BP și QT) pentru fiecare dintre statele analizate. Componentele principale vor fi egale ca număr cu variabilele anterioare, fiind notate PC1, PC2, PC3. Importanța fiecărei componente principale este interpretată în funcție de capacitatea de a explica o anumită parte din variația totală a seriilor de date inițiale. Astfel, PC1 reprezintă componenta care surprinde în cea mai mare măsură variația ciclurilor de afaceri determinat anterior. Similar, PC2 va fi componenta care include cea mai mare parte a variației rămase. Conform literaturii de specialitate, se vor reține acele componente care explică împreună cel puțin 75% din variația totală inițială.

GraficA3.2: Povara fiscală a gospodăriilor populației in regiunile NUTS3 în țările mari din ZE



Sursa: Eurostat, calcule propri

Caseta A2. Convergența sigma și beta

Un instrument folosit adesea în scopul măsurării convergenței statelor este coeficientul de variație a PIB pe locuitor denumit și convergența sigma în literatura de specialitate. Convergența sigma evidențiază în ce măsură diferențele fata de medie s-au diminuat sau nu de-a lungul unei perioade analizate. El poate fi utilizat pentru a caracteriza *nivelul convergenței* prin măsurarea dispersiei PIB pe locuitor pe un an. Indicatorul cel mai adesea utilizat la măsurarea nivelului convergenței este coeficientul de variație¹⁸⁷ a nivelului PIB/locuitor, notat cu σ și calculat după formula:

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_{it} - \bar{x}_t)^2 / \bar{x}_t}$$

Când dispersia fenomenului este în scădere într-o anumită perioadă de timp (când valoarea indicatorului scade în timp), putem interpreta că are loc procesul de convergență, iar atunci când dispersia este în creștere, înseamnă că are loc procesul de divergență.

Tabel A3.9: Convergența sigma a statelor ECE cu zona euro

Ani	Coeficientul de variație a PIB/locuitor
2000	0,52
2001	0,50
2002	0,48
2003	0,45
2004	0,42
2005	0,41
2006	0,40
2007	0,38
2008	0,33
2009	0,32
2010	0,30
2011	0,30
2012	0,29
2013	0,28
2014	0,28
2015	0,27

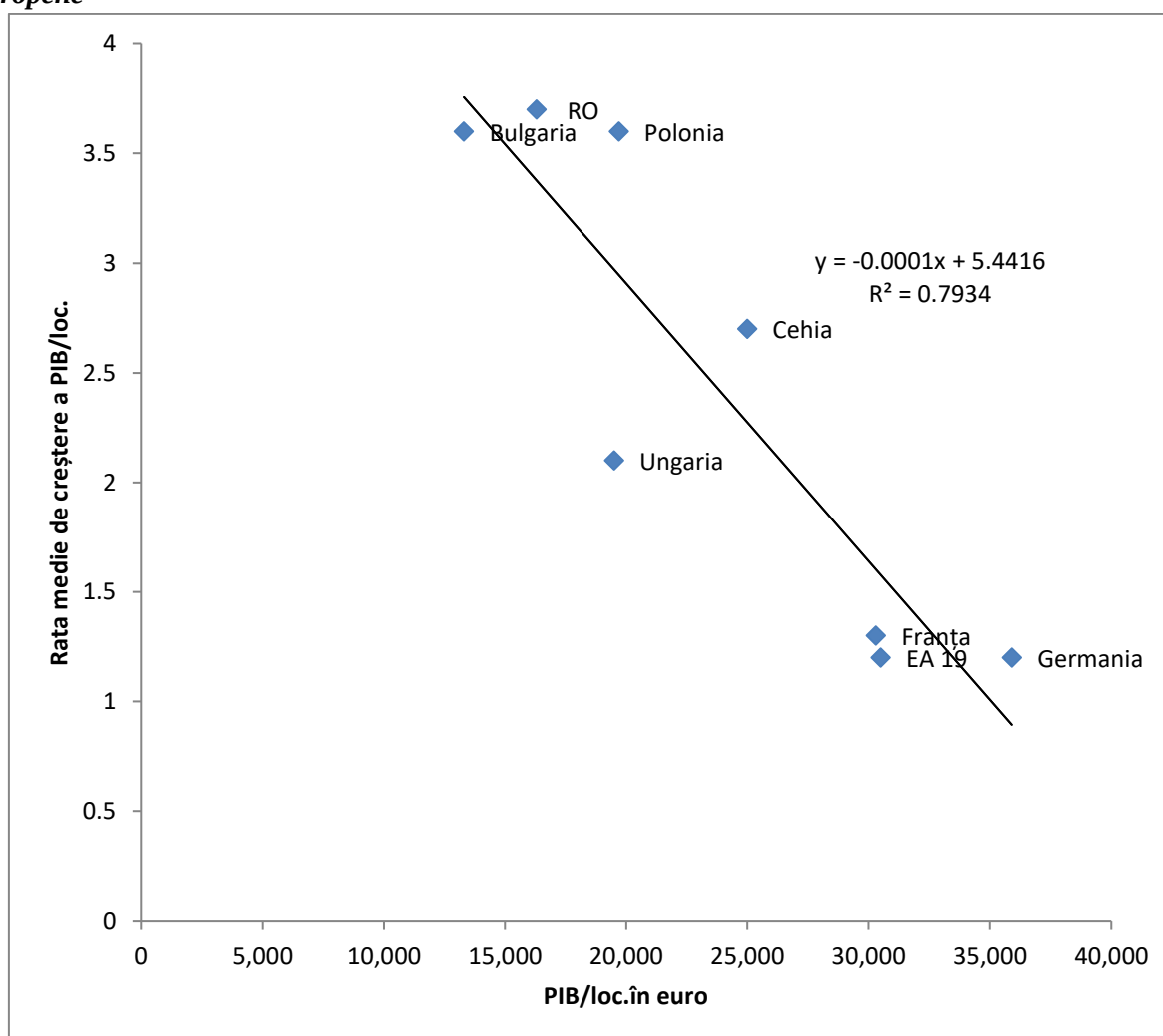
Sursă: calcule proprii

¹⁸⁷ Unii autori folosesc pentru estimarea convergenței sigma indicatorul „deviație standard”

Statele luate în considerare pentru care a fost calculat coeficientul de variație au fost România, Cehia, Polonia, Ungaria și Zona euro. Evoluția numerică a convergenței sigma a scăzut în toată perioada analizată ceea ce semnifică o tendință constantă și durabilă de creștere convergența a economiilor din grupul luat în considerare.

Plecând de la teoria neoclasică cu privire la randamentul descrescător al capitalului unii autori consideră că economiile sărace tind să crească mai repede decât cele bogate (teoria este relativ controversată). Admițând această ipoteză, asta înseamnă, pe de o parte, o reducere treptată în timp a coeficientului de dispersie a PIB/locuitor, iar pe de altă parte, existența unei relații inverse între ritmul de creștere economică a PIB/locuitor într-un interval de timp, și nivelul inițial al PIB/locuitor (anul t_0) (fenomenul este cunoscut și sub denumirea de convergența beta). După cum se poate observa în graficul de mai jos, coeficientul β este negativ, ilustrând o tendință de convergență constantă a statelor luate în calcul cu media ZE.

Grafic A3.3: Rata medie anuală de creștere a PIB/locuitor și nivelul inițial de dezvoltare a unor țări europene



Sursa: calculele autorilor

ANEXĂ Capitolul 3 Articol

Dezvoltarea economică cere să folosești și să „învingi” piețele¹⁸⁸

Titlul acestui text poate mira prin alăturarea celor două verbe. Primul subliniază rolul piețelor, al libertății economice în impulsionearea spiritului întreprinzător, ca forță motrice profundă a unei economii. Aceasta este o teza fundamentală a gândirii economice, în general, a Scolii austriece, în special, și validată în mod peremptoriu de mersul societății. Sistemul de comanda, dincolo de anularea drepturilor politice, s-a prăbușit întrucât avea osificarea în genă, nu permitea libera întreprindere, în timp ce prețurile (fixe) nu îndeplineau funcția de semnalizator al mișcării cererii și ofertei. Fără piețe libere o economie nu se poate dezvolta. Dar nota bene: piețe libere nu echivalează cu lipsa reglementarilor. Si este necesar un sector public, care să furnizeze bunuri publice, forța de care însuși sectorul neguvernamental nu funcționează bine. Intervine în titlu expresia “să învingi piețele”; în engleză se spune “to beat the markets”. Această formulare observă o constantă a fenomenului de “catching up”, de dezvoltare economică cu surmontarea decalajelor, în istoria modernă. Țările care au reușit să recupereze gap-uri mari au combinat virtuțile piețelor cu politici de tip “altfel”, în sensul construcției intenționate de avantaje comparative – încălcând logica super-simplificatoare a comerțului liber, nestânjenit.

1. Politici industriale de-a lungul istoriei și redistribuția puterii

SUA au practicat politici industriale (protecționiste) pentru a scăpa din mângâierea copleșitoare impusă de imperiul britanic prim-artizan fiind Alexander Hamilton, unul dintre părinții fondatori ai republicii americane. În timp, SUA, pe măsura ce au ajuns în vârful ierarhie economice mondiale, au promovat tot mai mult comerțul liber pentru interese proprii. Germania a avut politici industriale și educaționale ținute în efortul de a eroda superioritatea economică a Marii Britanii la finele sec XX. Și în UE, Germania a susținut politici care favorizează firmele sale cu alonja internațională. În Asia, Japonia a deschis o parte care a fost urmată de Coreea de Sud, Malaezia, Tailanda etc. China, de la Deng Xiao Ping (din 1978), a renunțat treptat la sistemul de comandă împletind reforme de piață cu politici industriale specifice; nu a urmat prescripțiile “consensului washingtonian”¹⁸⁹, așa cum au fost formulate de instituțiile financiare internaționale¹⁹⁰. India a avut și ea o experiență nefastă cu planificarea rigidă a la Mahalanobis, în anii post-colonizare. Dar politica de deschidere/liberalizare, în ultimele două decenii, a fost

¹⁸⁸ Textul este redactat de Daniel Dăianu și a fost publicat pe data de 18 ianuarie 2012 pe website-ul cursdeguvernare.ro (versiunea electronică disponibilă la <http://cursdeguvernare.ro/daniel-daianu-dezvoltarea-economica-cere-sa-folosesti-si-%E2%80%9Csa-invingi%E2%80%9D-pietele-ce-poate-face-romania.html>). O versiune inițială a apărut în cartea „Marele impas în Europa. Ce poate face România?”, 2015, Editura Polirom

¹⁸⁹ Așa cum au fost încapsulate conceptual de John Williamson, „What Washington means by policy reform”, in J. Williamson (ed), „Latin America Adjustment”, Washington DC, Institute for International Economics, 1990

¹⁹⁰ Vezi și Chenggang Xu, „The fundamental institutions of China’s reforms and development”, Journal of Economic Literature, December 2011, pp.1076-1150

pragmatică, nerenunțându-se la protejarea unor sectoare¹⁹¹. Aceasta explică de ce India și China au suferit mai puțin sub impactul crizei financiare actuale. Pildele anterioare și experiența asiatică susțin teza că ieșirea din capcana subdezvoltării, surmontarea unor decalaje, reclama efort, râvnă, dar și politici care “să învingă piețele”. Cu alte cuvinte, sunt necesare politici anumite pentru a ieși din înghețarea avantajelor comparative, așa cum sunt ele la un moment dat. Numai astfel putem înțelege cum este posibil ca modificând logica utilizată de Ricardo, producătorul de vin să ia locul producătorului de textile, pe scara gradului de valoare adăugată, în timp¹⁹². Experiența asiatică a fost examinată de Robert Wade¹⁹³, Alice Amsden¹⁹⁴, Joseph Stiglitz¹⁹⁵, Lance Taylor și alții. Paul Krugman are și el contribuții notabile la teoria ‘comerțului strategic’¹⁹⁶. Fără politici industriale Brazilia nu ar fi avut o firmă aeronautică precum Embraer, nu ar fi devenit ceea ce reprezintă în zilele noastre în economia globală¹⁹⁷. Dani Rodrik a surprins, poate cel mai bine, tipologia politicilor de tip “altfel” (contrare), care țin cont de imperfecțiuni pe piețe, externalități, asimetrii informaționale, procese cumulative, randamente crescătoare, etc.¹⁹⁸.

Criza financiară și economică actuală, ce a cuprins lumea industrializată, are loc pe fondul unei bifurcări a istoriei: alunecarea puterii economice către Asia, către țări care au știut să utilizeze piețele în mod inteligent și să valorifice noile tehnologii informaționale și comunicaționale (aceasta se vede și din rezultatele pe care tineri asiatici le au la testele în științe). Când vezi economii emergente capabile să producă tot mai mult din ce se produce în economiile dezvoltate, care cumpără, sau încearcă să salveze companii occidentale cu nume de la faliment (cazul Saab, de pildă), nu ai cum să nu te gândești că lumea se învârtă cu 180 de grade (deși, dacă am accepta cicluri mai largi decât cele seculare (tip Kondratiev) am putea să imaginăm revenirea Asiei la un statut pe care l-a avut la mijlocul mileniului trecut). Există și o corespondență în domeniul financiar, ilustrată de nivelul resurselor financiare. Asiaticii și alții au interes, mai ales după criza din 1997-1998, ca sistemul financiar nereglementat, promovat de Wall Street și City-ul londonez devenise un destabilizator puternic. Au interes ca politica de curs trebuie să nu tolereze o apreciere reală a monedelor naționale pentru a se câștiga pe două planuri: construcția de avantaje comparative și acumularea de rezerve valutare ca tampon față de fluxuri de capital volatile. În timp ce Marea Britanie și, parțial, SUA au pierdut din excelența industrială (ca efect al unor politici publice neinspirate, ceea ce Foreign Affairs a numit „policy drift”¹⁹⁹) țările asiatice au urcat

¹⁹¹ Vezi și Ashok Kotowal, Bharat Ramasawami și Wilma Wadhawa, “Economic liberalization and Indian economic growth”, *Journal of Economic Literature*, December 2011, pp.1152-1199. India rămâne țara unor contraste sociale inimaginabile; o clasă mijlocie s-a dezvoltat înconjurată de arii vaste de sărăcie.

¹⁹² David Ricardo, „The Principles of Political Economy and Taxation” (1817 prima ediție), Irwin, Homewood, Ill., 1963

¹⁹³ Robert Wade, „Governing the Market”, Princeton, Princeton University Press, 2000

¹⁹⁴ Alice Amsden, „Asia’s next giant: South Korea and late industrialization”, New York, Oxford University Press, 1989

¹⁹⁵ Joseph Stiglitz, „More instruments and broader goals. Moving toward a post-Washington consensus”, UN/Wider, 1998. Vezi și Narcis Serra și Joseph Stiglitz (ed), „The Washington Consensus reconsidered”, London, Oxford University Press, 2008

¹⁹⁶ Paul Krugman, „Trade, accumulation and uneven development”, *Journal of Development Economics*, no.8, 1981, pp.149-61

¹⁹⁷ Să nu omitem aici scrieri economice ale lui Mihail Manoilescu, care au inspirat politici industriale în America Latină, mai ales în Brazilia („La Theorie du Protectionisme Industriel”, Paris. Giard, 1929)

¹⁹⁸ Vezi și Dani Rodrik, „Open economics. Many recipes. Globalization, institutions and economic growth”, Princeton, Princeton University Press, 2007. Pentru o asemenea abordare am pledat în analiza mea “Institutional and Policy Diversity as an Engine of Economic Development”, *The European Journal of Economic Development*, vol.1, no.1, pp.33-58, 2004

¹⁹⁹ Robert Liebermann, „Why the rich are getting richer”, *Foreign Affairs*, Jan-Febr., 2011

constant în ierarhia industrială mondială. Globalizarea a jucat un rol istoric țărilor industrializate vestice, între care, unele, au uitat de politici industriale și au mizat excesiv pe sectorul financiar. Un efect a fost erodarea clasei mijlocii din ultimele decenii, care are adânci implicații de ordin social și chiar politic. Criza a impus o constatare privind noua geografie economică: economii emergente au ajuns să finanțeze țări bogate; capitalul circula “de la vale spre deal”! La aceasta situație se adăugă criza ZE, care este, în principal, una de design și de aranjamente de politici defectuoase.

2. Modele de creștere economică: UE versus Asia

Ratele diferite de economisire și investire au forța explicativă pentru dinamica economică. De decenii ratele de economisire brută în Asia se situează peste 35% și ajung uneori la 50% din PIB. În țările europene cu economie matură ele au fost, în general, în jur de 21-22% ajungând, în unele cazuri, la 25-26% din PIB. În țările nou intrate în UE (NSMs) ratele de economisire au fost, în medie, mai mici decât în economiile mature, probabil și ca urmare a importului mare de capital, care a permis consum în expansiune rapidă. După date Eurostat România a avut între 2002-2006 o rată brută de economisire națională de 16-17% din PIB; media pentru 2007-2008 a fost de 18%. În aceeași perioadă, rata de economisire a fost de 24% în Suedia, 23% în Cehia, sub 14% în Bulgaria. Fapt este că NSMs, inclusiv România, au avut un alt model de creștere economică, în comparație cu țările asiatice, parcă în divorț de lecțiile ultimelor două decenii: deschidere totală a economiei (liberalizarea deplină a contului de capital), îndatorare externă accentuată, renunțare la elemente de politică industrială, prezență dominantă pe piețele bancare locale a grupurilor străine. Trebuie spus însă că aceste trăsături au fost determinate, în largă măsură, de regulile jocului în UE, valabile și pentru țările candidate la aderare. Rezultanta a fost o creștere economică rapidă în deceniul precedent, dar însoțită de dezechilibre externe mari și, adesea, de două cifre în țările baltice, România, Bulgaria. Piața unică, regulile jocului din Uniune, au transformat economii mici și de talie mijlocie din Europa centrală în “anexe” (hinterland) ale economiilor mari din UE. Acest statut nu este inedit, fiind inevitabil ca entitatea mică să graviteze în jurul celor mari. Întrebarea cheie este dacă mersul economiei europene, în ansamblu, are o perspectivă favorabilă în noua configurație a economiei globale. Strategia Lisabona a fost un eșec. Europa 2020 ridică și ea numeroase semne de întrebare. Și o altă problemă, nu mai puțin importantă, este dacă decalajele din interiorul UE pot fi atenuate în condițiile regulilor jocului de acum. Fractura din ZE, “Mezzogiornificarea” țărilor sudice este elocventă în această privință²⁰⁰. Chiar raportul Monti, solicitat de președintele Comisiei Europene și făcut public în 2010, admite că viitorul pieței unice din UE depinde de măsuri de politică industrială care să atenueze decalaje economice și sociale²⁰¹.

Neapartenența la ZE se dovedește un beneficiu în circumstanțele crizei actuale. Dar acest spațiu de politică (ca *policy*) autonoma nu este suficient pentru a surmonta decalaje economice (fiind amputat acolo unde gradul de euroizare a economiei este înalt –în România acest grad este de cca.60%).

UE a adus beneficii indiscutabile României; a forțat modernizarea instituțională, chiar dacă, uneori, avem sentimentul că forma este lipsită de fond; a adus primenire economică, investiții, dar

²⁰⁰ Anticipată ca fenomen de Paul Krugman în “Geography and Trade”, Cambridge, MIT Press, 1991, p.80

²⁰¹ Mario Monti, „A New Strategy for the Single Market”, a report to the President of the European Commission, May, 2010

aici plusurile se amestecă cu neajunsuri. Capitalul autohton este firav, au proliferat poziții dominante pe piață, alocarea resurselor nu susține dezvoltarea durabilă. România a exportat masiv forță de muncă, inclusiv persoane cu înaltă calificare. Dezechilibrele externe au fost tot mai mari până în 2008, când deficitul de cont curent a depășit 12% din PIB. Ai spune că nu este o problemă atât timp cât economisirea importată merge în investiții de înaltă productivitate. Dar orientarea lor nu a fost axată pe tradeables conducând la vulnerabilități majore. Formarea brută a capitalului a depășit 30% din PIB, dar structura sa a fost deficitară. Cât de înșelătoare pot fi cifrele se vede din ponderea investițiilor publice în PIB: în perioada 2005-2008 au fost peste 5% din PIB în România, față de peste 4% în Polonia, în jur de 5% în Cehia, sau între 3-5% în Ungaria. Dar cifra pentru România nu s-a materializat nici pe departe în infrastructura mare, adică autostrăzi, căi ferate, complexe portuare, sisteme de irigații și lucrări funciare etc. A avut loc o decapitalizare umană a economiei (prin migrație puternică), care este improbabil să fi fost compensată de alte procese de transfer tehnologic, cunoaștere. Modelul de creștere economică s-a dovedit fragil.

3. Ce poate face România?

Ce este de făcut? Să ne referim la resurse. Absorbția fondurilor europene poate fi un instrument forte de modernizare dacă aduce un supliment de resurse relevant (să zicem de cel puțin 4% din PIB anual), dacă ajută dezvoltarea infrastructurii, dacă favorizează modernizarea administrației publice diminuând risipa și deturnarea banului public. Cu absorbție de fonduri europene mult crescută, cheltuielile publice ar ajunge la 37-38% din PIB, în condiții de deficite bugetare mici, dacă colectarea taxelor și impozitelor ar ajunge la nivelul altor țări (colectarea fiscală la noi, de 28-29% din PIB, este sub media de 33-34% din alte țări nou intrate în UE). Trebuie să stimulam economisirea internă. O lecție a crizei este că investițiile autohtone este bine să se bazeze mai mult pe resurse locale.

Este falsă teza că românii sunt prea săraci pentru a economisi, așa cum au susținut economiști autohtoni. Politica publică din România nu a încurajat economisirea internă; măsurile luate, inclusiv cota unică, au stimulat mai degrabă consumul. Trebuie să fie modificată fiscalitatea, inclusiv prin practicarea de deductibilități, pentru a impulsiona economisirea. Atragerea de investiții străine din zone non-UE are sens. Pot fi mărite considerabil redevențele din exploatarea resurselor naturale (petrol, gaze, aur, argint, cupru, ape minerale, etc.). Statul nu trebuie să mai înstrăineze resurse naturale, ci să atragă participatii străine la exploatarea lor. Ce s-a făcut cu Petrom a fost o mare greșală. Managementul la companii de stat din domeniul energetic trebuie reformat la sânge și pedepsiți toți cei care-și bat joc de resurse publice; se poate recurge la privatizare în anumite condiții. Lupta contra risipei banului public trebuie să fie fără menajamente.

Mix-ul de politică macro nu trebuie să repete o eroare majoră din anii trecuți, când s-a tolerat aprecierea puternică a leului. Că aprecierea ar fi bună întrucât ar ajuta la surmontarea decalajelor economice este o idee infantilă, arată neînțelegerea mecanismelor lăuntrice ale dezvoltării economice, a compromisurilor inevitabile în politica economică. Aprecierea leului a și stimulat consum excesiv și o alocare defectuoasă (speculativă) a resurselor. Este bine să avem o prezenta întărită a capitalului autohton în sectorul bancar. CEC, Eximbank pot câștiga teren acum; CEC să fie capitalizat mai puternic în scopul amintit. Merită să încercăm crearea unei bănci pentru dezvoltare, de tipul KfWA (Kredit fuer Wiederaufbau) din Germania; fonduri europene pot ajuta la constituirea unei asemenea bănci. BERD și alte instituții internaționale ar trebui să sprijine România în acest scop, reparând din greșelile trecutului. Trebuie luate măsuri suplimentare pentru descurajarea creditării în valută (de-euroizare). Astfel s-ar mari spațiul de manevră pentru o

politică monetară și de curs puse în slujba dezvoltării economice. Si facilități fiscale pot fi practicate în domenii de vârf, mai ales dacă resursele bugetului public permit. Fiscalizarea agriculturii și o colectare mai bună ar aduce resurse suplimentare importante bugetului public. Nu trebuie subestimat un posibil efect de evicțiune (prin colectare fiscală mărită); statul poate compensa aceasta prin mai multe bunuri publice de valoare și evitarea risipei banului public. Să căutam să reînnoim legături comerciale cu țări din afara UE; avem nevoie de o ofensivă în acest domeniu.

În general, în cadrul instituțiilor UE trebuie să promovăm idei care să țină cont de realitate, nu de catehism; “piața unică” nu trebuie să excludă politici publice, la nivel național și la nivel UE. Așa cum unele țări recurg la stratageme (inclusiv derogări/waivers) pentru a-și proteja sectoare (de pilda piața muncii) România trebuie să urmărească (împreună cu alte NSMs, fiindcă alianțele contează) politici care ajută la surmontarea decalajelor economice.

Agricultura poate fi o veritabilă mină de aur, având în vedere suprafața și calitatea pământului cultivabil de la noi, riscurile ecologice și criza alimentară în lume. Dar statul trebuie să aibă o politică publică adecvată; el trebuie să se implice direct în formarea unei logistici/infrastructuri în domeniul colectării și depozitării producției, în încurajarea industriei alimentare (inclusiv prin utilizarea de fonduri UE).

Trebuie să oprim deteriorarea calității învățământului, a educației. Trebuie găsit filonul din educație care pune accent pe matematica, fizica, biologie, inginerie. Acest efort trebuie combinat cu cel de valorificare a competențelor existente în centrele universitare mari, la Cluj Napoca, Iași, Timișoara, București; există resurse importante pentru dezvoltarea de “mănunchiuri” (clustere) de activități în domenii de vârf. Numai cu absolvenți de MBA, avocați, filologi nu se obține dezvoltare economică.

Nu în cele din urmă, trebuie să se înțeleagă importanța cimentului social, a coeziunii sociale în construcția actului de guvernare. A fi la dreapta spectrului politic nu justifică lipsa de empatie cu suferințele oamenilor, mai ales în vremuri grele. Respectul față de cetățean, compasiunea sunt esențiale pentru a proteja contractul social într-un stat democratic, pentru a nu expulza circuitele solidarității din angrenajul societății. Nici nu poți cere sacrificii cetățenilor dacă ai un limbaj dublu: una zici și alta faci (prin clientelism politic și corupție). Aceste trăsături ale guvernării responsabile s-au erodat, poate, și din cauza unei filozofii politice care consideră demantelarea “statului asistențial” ca fiind impusă de criză. Se confundă excrescențe și excese ale statului contemporan, nevoia acută pentru a-l reforma, cu dimensiunea sa socială, inevitabilă. A te întoarce la capitalismului secolului XIX este o aberație, în opinia mea. Un stil de guvernare responsabil și transparent ar ajuta reforma statului, lupta contra risipei și deturnării banului public.

Criza a redus probabil potențialul de creștere economică durabilă al României cu câteva procente, la în jur de 3% (de la 5-5,5%). Cu împlinirea unor deziderate precum cele expuse mai sus (inclusiv absorbție de fonduri europene) am putea reveni la un potențial de creștere de peste 4% anual. Nu este o rată impresionantă, dar ea poate reduce decalaje importante înăuntrul UE.

4. Geopolitica și dezvoltare

Geografia are rolul ei în evoluția unei economii. Economii mici gravitează în orbita entităților mari, în proximitatea cărora se afla. Așa s-a întâmplat și în Europa, de-a lungul secolelor. După reunificare, Germania a devenit polul economic de necontestat în Uniune, întărită și prin forța ei competitivă, prin modelul economic și social, care îmbină flexibilitatea structurilor cu accentul pus pe industrie și dezvoltare tehnologică. Făcând un arc în timp nu pot să mă gândesc la ceea ce Paul Rosenstein Rodan, cu multe decenii în urmă, a numit nevoia de “Big Push” (mare impuls) în Sud estul european interbelic²⁰². Mutatis mutandis, vedem că România, Bulgaria, alte țări din UE, se confruntă, în continuare, cu decalaje economice mari. Pentru România, “chestiunea rurală”, pe care a analizat-o și Nicolas Georgescu Roegen²⁰³, a rămas o nucă foarte grea de spart. Drept este că există și o moștenire comunistă. Dar tot adevărat este că problema decalajelor măcina și ZE, unde țări cu competitivitate inferioară nu au cunoscut “pe viu” sistemul de comandă (chiar dacă au trecut prin perioade de autoritarism de dreapta, ca în Italia lui Mussolini, Portugalia lui Salazar, Spania lui Franco, Grecia coloneilor). Ne confruntăm și cu efectele unei crize financiare teribilă, care pot dura ani de zile²⁰⁴.

ZE, așa cum arată acum, este mai constrângătoare decât regimul etalonului aur din perioada interbelică. Lecțiile trecutului și prezentului trebuie să fie în mințile noastre. Un Big Push este necesar și acum. Uniunea Europeană furnizează stimuli pozitivi, este un atractor; dar UE aduce alături de avantaje și “cadouri” ce se pot dovedi otrăvite. În plus, Uniunea este în criză adâncă. Dacă ZE s-ar repara și politicile în UE ar reuși să producă convergența reală dilemele pentru România s-ar diminua considerabil. Aceasta ar fi o evoluție ideală pentru România. Din păcate, lucrurile nu stau așa, sau nu încă. Așa cum intrarea în ZE ar fi o eroare fără a avea pregătită economia și fără ca ZE să fi fost remediată, tot astfel trebuie să găsim resorturi pentru a mări gradele de libertate în politica economică autohtonă și a adopta decizii strategice cu respirație. Se va reforma guvernarea economică în UE astfel încât ZE să fie viabilă și decalaje economice să fie diminuate? Pactul euro plus, Pactul Fiscal nu răspund corespunzător la aceste întrebări. Mărturisesc că am supraestimat forța de iradiere a UE, unele principii ale Uniunii, și am subestimat rezistența la schimbare a structurilor de *status quo* autohtone. Oricum, România trebuie să încerce să optimizeze în politica sa economică sub constrângeri mari și utilizând gradele de libertate pe care le are; trebuie să se bazeze pe forțele pieței și să încerce “să le învingă” totodată.

Să sperăm că liderii europeni vor găsi puterea să consolideze Uniunea pentru a face față provocărilor acestui secol, economice, sociale și politice. România ar avea numai de câștigat.

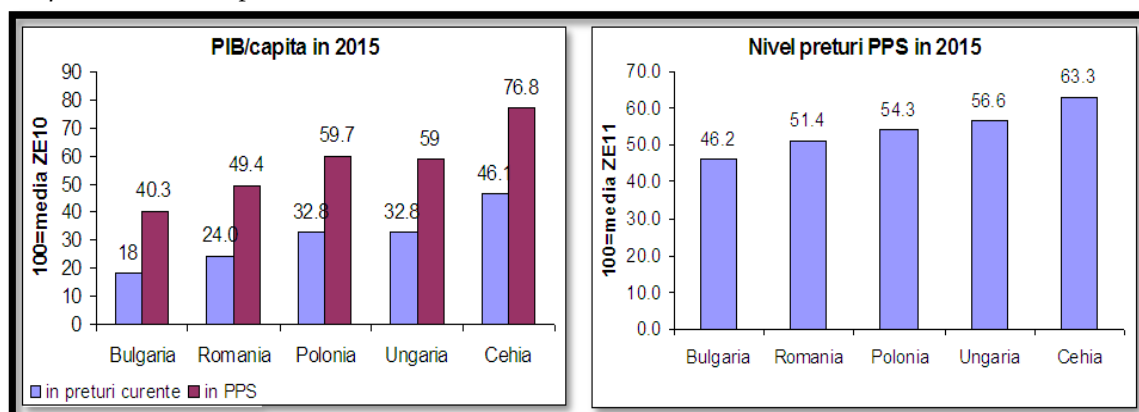
²⁰² Paul Rosenstein Rodan, „Problems of Industrialization in South eastern Europe”, *Economic Journal*, vol.53 (June-September), 1943, pp.202-11.

²⁰³ Nicolas Georgescu Roegen, “Economic Theory and Agrarian Economics” (1960), in “Energy and Economic Myths”, New York, Pergamon Press, 103-42

²⁰⁴ Carmen Reinhart și Kenneth Rogoff (2009) subliniază reziliența efectelor unei crize. Așa s-a întâmplat și cu Marea Depresiune.

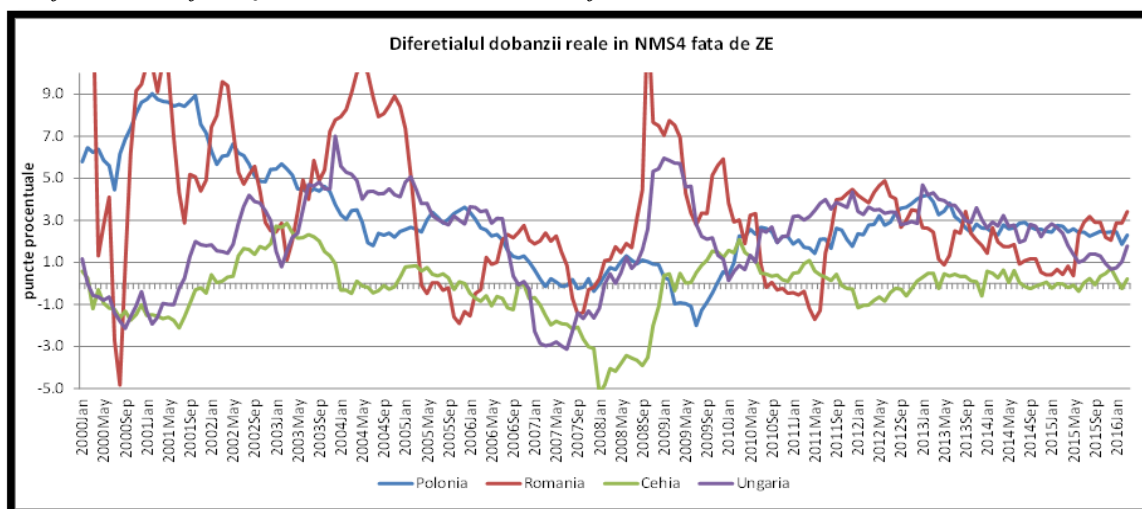
ANEXE Capitolul 4

Grafic A4.1: PIB-capita în ECE



Sursa: Comisia Europeană, calcule proprii

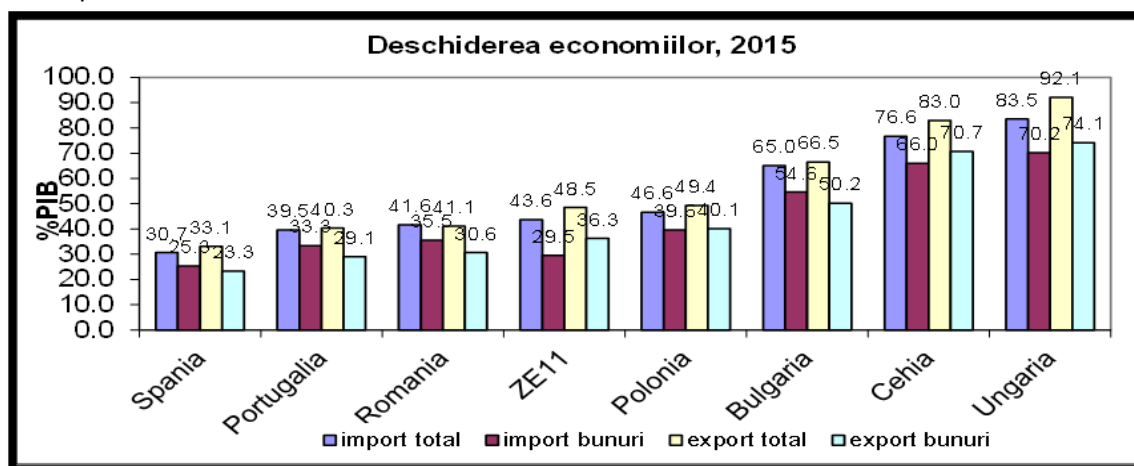
Grafic A4.2: Diferențialul dobânzii reale în ECE fata de ZE



Notă: dobânda reală este diferența între dobânda de pe piața monetară la 3 luni și inflația națională

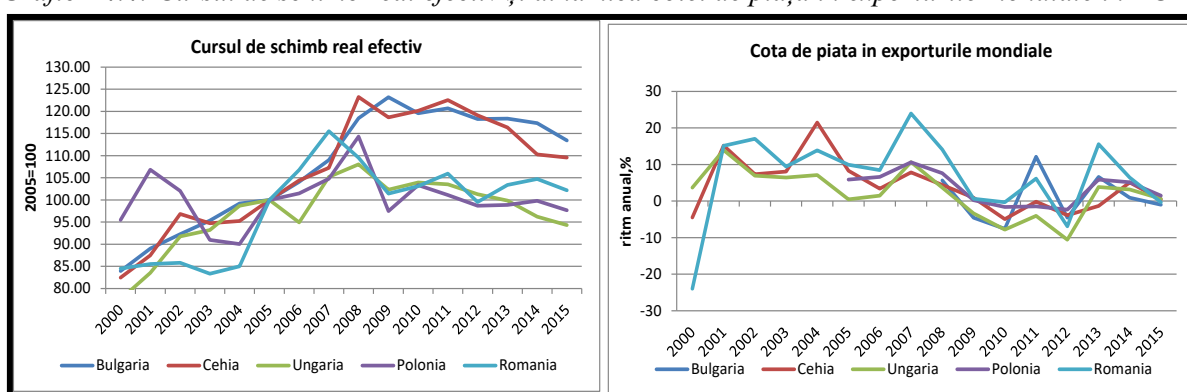
Sursa: Eurostat, calcule proprii

Grafic A4.3: Deschiderea economiilor ECE în 2015



Sursa: Eurostat, calcule proprii

Grafic A4.4: Cursul de schimb real efectiv și dinamica cotei de piață în exporturile mondiale în ECE

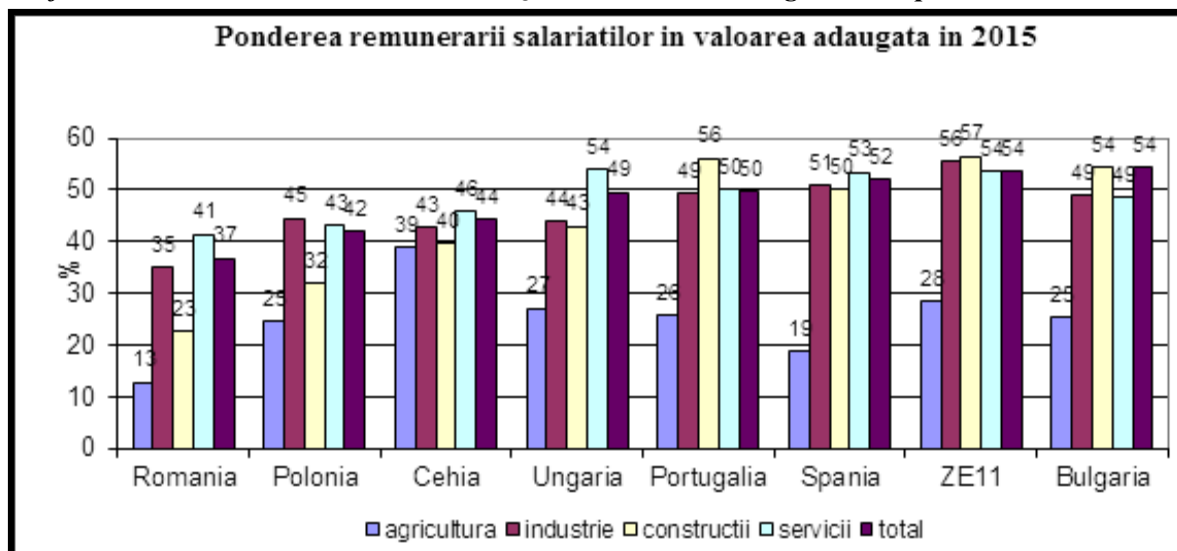


Note: Cursul de schimb real efectiv din PDM este deflatat cu indicele prețurilor de consum relativ la un panel de 42 de țări (se folosesc ponderi ale exporturilor duble pentru a reflecta competiția acasă și competiția pe piețele de export în celelalte țări). O valoare pozitivă semnifică apreciere. Sursa datelor este Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN)

Cota de piață în exporturile mondiale este calculat prin împărțirea exporturilor (bunuri +servicii) naționale la exporturile lumii. Datele pentru exporturi s-au luat din Balanța de plăți a fiecărei țări. Pentru a calcula pierderile de competitivitate se calculează dinamica an la an. O țară poate pierde cotă de piață atunci când dinamica exporturilor sale este mai mică decât dinamica exporturilor globale. Sursa datelor globale este FMI.

Sursa: Eurostat

Grafic A4.5: Ponderea remunerării salariaților în valoarea adăugată brută pe sectoare în 2015



Sursa: AMECO, calcule proprii

DESPRE AUTORI:

Ella Kállai este economist șef la Alpha Bank România unde lucrează din 2001. Anterior a fost cercetător la Institutul Economic din cadrul Academiei de Științe a Republicii Cehe, la Université de Paris 1, Center for Integration Studies din Bonn și la Institutul de tehnică de calcul Cluj România. A obținut titlul de doctor în economie la Université de Paris 1, Panthéon-Sorbonne, Charles University, Center for Economic Research and Graduate Education din Praga și State University of New York. Domeniile de cercetare includ teorii de creștere economică, dezvoltarea capitalului uman, migrația și probleme monetare. În 2013 a realizat împreună cu Laurian Lungu, sub egida IER, un studiu privind aderarea la Uniunea Bancară. Adresa de e-mail: evkallai@yahoo.com

Gabriela Mihailovici lucrează la Banca Națională a României și, de mai bine de 15 ani, se ocupă de problematica europeană, cu specializare pe integrarea europeană în domeniul economic și financiar-bancar. Anterior a lucrat la Banca Mondială, sediul central din Washington DC, în echipa departamentului de politici economice (2002); a făcut parte din echipa de experți a misiunilor de asistență tehnică coordonate de Banca Centrală Europeană pe teme de pre-aderare și integrare pentru băncile centrale din Serbia (2008-12) și Bosnia-Herțegovina (2010-12) și, a coordonat tehnic primul proiect bilateral de asistență tehnică acordat Băncii Naționale a Moldovei (2010). A participat cu regularitate la reuniuni ale Comitetului Economic și Financiar-membri supleanți, la Bruxelles (2010-16). Deține un masterat în relații internaționale de la Columbia University/School of International and Public Affairs/New York City și, un doctorat în economie despre guvernanta băncilor centrale în context european de la Academia Română. Adresa de e-mail: gabriela.mihailovici@bnro.ro

Aura Socol este profesor universitar la ASE București, Departamentul de Economie și Politici Economice, cu specializări în macroeconomie și integrare monetară. A efectuat numeroase stagii de specializare pe aceste teme în cadrul unor instituții internaționale de prestigiu (International Monetary Fund, European Commission, etc.), precum și de cercetare în universități din Europa. Are un doctorat și un postdoctorat, ambele pe tema aderării României la zona euro. A publicat peste 15 cărți de specialitate în țară și în străinătate și peste 50 de studii și articole științifice în reviste de specialitate interne și internaționale. A participat ca director de proiect și cercetător în programe de cercetare științifică pe teme macroeconomice și integrare monetară. Experiența didactică a fost îmbinată cu cea practică în cadrul mai multor instituții, precum Ministerul Finanțelor, Autoritatea de Supraveghere Financiară, s.a. Adresa de e-mail: aura.socol@economie.ase.ro

Daniel Dăianu este profesor universitar la SNSPA, București și membru al Academiei Române; membru în Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a României; membru în Grupul la Nivel Înalt pentru Reformarea Finanțării Bugetului UE condus de Mario Monti; membru al Consiliului European pentru Relații Externe; ministru de finanțe al României (1997-98) și europarlamentar (2007-09); prim vice-președinte ale ASF (2013-14); cercetător invitat la FMI, OECD, NATO Defense College, etc.; studii post-doctorale la Harvard University și studii de executive management la Harvard Business School. Autor al mai multor lucrări, între care „Transformation as a Real Process” (Ashgate, 1998) și „Which Way Goes Capitalism?” (CEU Press, 2009). Co-coordonator al cărții „The Crisis of the Eurozone and the Future of Europe” (Palgrave Macmillan, 2014) și al cărții „Ethical Boundaries of Capitalism”, Ashgate (UK, 2005). Ultimul său volum este „Marele Impas în Europa” (Polirom, 2015). Adresa de e-mail: daniel.daianu@bnro.ro

© Institutul European din România, 2016

Bd. Regina Elisabeta nr. 7-9

Sector 3, București

www.ier.ro

ISBN online: 978-606-8202-53-2