



UNIUNEA EUROPEANĂ  
Fondul Social European



GUVERNUL ROMÂNIEI  
Ministerul Administrației și Internelor



Ministerul Finanțelor Publice  
Comisia Națională de Prognoză



Inovație în administrație  
Programul Operațional  
„Dezvoltarea Capacității Administrative”

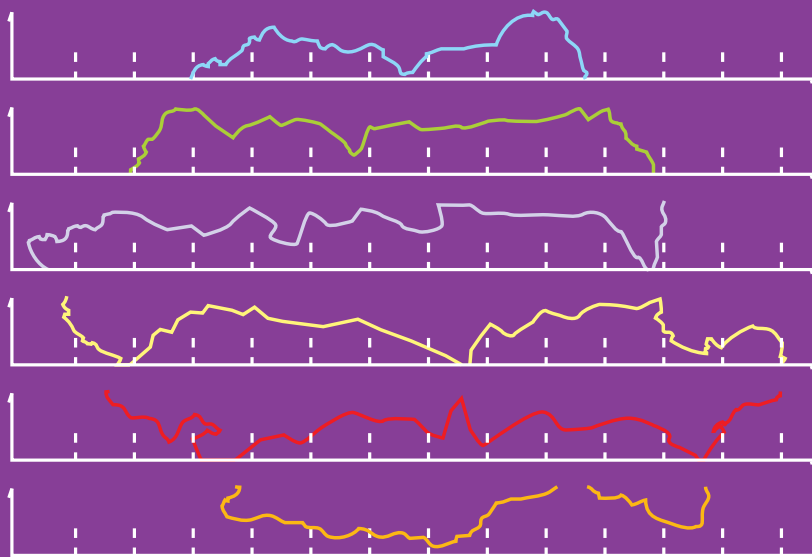
*Inovație în administrație*

**PROGRAMUL OPERAȚIONAL „DEZVOLTAREA CAPACITĂȚII ADMINISTRATIVE”**

**Proiect cofinanțat din Fondul Social European**

## REZUMAT

### *Rata de schimb de echilibru și factorii săi. Cazul României*



**Rata de schimb de echilibru și factorii săi.  
Cazul României**

**REZUMAT**

# **RATA DE SCHIMB DE ECHILIBRU ȘI FACTORII SĂI. CAZUL ROMÂNIEI**

## **SUMAR EXECUTIV**

### **1. INTRODUCERE**

Prezenta lucrare își propune analiza factorilor determinați pe termen mediu ai cursului de schimb de echilibru al leului, având în vedere viitoarea participare a României la Mecanismul Ratelor de Schimb II (MRS II – engl. *Exchange Rate Mechanism II*) și, în final, aderarea la zona euro. În acest sens, lucrarea își propune o sintetizare a principalelor teorii privind determinarea cursului de schimb de echilibru, precum și prezentarea modului în care aceste teorii au fost aplicate în țări care au devenit deja membre ale zonei euro; scopul final al expunerii îl reprezintă însă aplicarea acestor teorii pe cazul concret al cursului de schimb al monedei naționale.

Capitolul 2 prezintă principalele abordări din literatura de specialitate și din practica decidenților de politică economică privind estimarea cursului de schimb de echilibru. Așa cum vom arăta în continuare, modelele utilizate pot fi grupate în trei mari categorii: modele care presupun lipsa oportunităților de arbitraj pe piața bunurilor de consum sau pe piața financiară, modele care presupun atât echilibrul intern cât și lipsa oportunităților de arbitraj, și modele care presupun echilibrul intern și extern. Vom prezenta caracteristicile acestor modele și vom preciza care dintre ele au fost utilizate în practică pentru determinarea cursului de echilibru de către decidenții de politică economică ai statelor membre UE care au intrat în ERM II și de către organisme financiare internaționale.

Capitolul 3 al lucrării prezintă modul de stabilire a parității centrale și experiența participării la MRS II în cazul unui număr de state membre care au aderat la zona euro după anul 2000: Grecia, Slovacia, Slovenia, Malta, Cipru și Estonia. Pentru aceste state, vom analiza atât evoluția cursului de schimb față de euro în timpul participării la MRS II, cât și evoluția competitivității și a convergenței nominale și reale după aderarea la MRS II. Pornind de la aceste exemple concrete, vom explica avantajele și dezavantajele stabilirii parității centrale peste/la/sub valoarea cursului de schimb de pe piață în momentul aderării la MRS II și vom sublinia problemele care pot apărea în cazul alegerii unei parități centrale care nu este compatibilă cu valoarea de echilibru a cursului de schimb.

Capitolul 4 analizează competitivitatea economiei românești cu accent pe competitivitatea prin preț, întrucât aderarea la zona euro implică renunțarea la independența politicii de curs de schimb, cu impact asupra competitivității prin preț. În cadrul capitolului sunt analizați o serie de indici ai cursului real al leului, dar și al altor monede ale statelor nou membre UE și este evaluată, de asemenea, importanța relativă a competitivității prin preț pentru performanța exporturilor.

Din multitudinea de modele prezentate în capitolul 2, vom utiliza pentru a estima cursul de echilibru al leului în cadrul capitolului 5 pe acelea care din punct de vedere teoretic pot fi adaptate pentru a cuprinde o gamă largă de alte modele: BEER și FEER. În cazul BEER vom testa o varietate de potențiali factori determinanți pentru cursul de echilibru propuși de literatura de specialitate și vom determina un interval pentru cursul de echilibru al monedei naționale pornind de la modelele valide rezultate. În ceea ce privește modelul FEER, acesta va fi construit pornind de la ecuațiile propuse de literatura de specialitate, modificate însă pentru a surprinde particularitățile economiei românești. Modelul estimat pe date din România va fi apoi utilizat pentru estimarea cursului de echilibru și pentru realizarea de scenarii cu privire la evoluția viitoare a acestuia.

Capitolul 6 expune câteva opțiuni de politici economice pe care România ar trebui să le adopte în următorii ani pentru atenuarea vulnerabilităților pe termen lung, cu mențiunea că politicile economice propuse în prezenta lucrare au fost identificate în principal pe baza rezultatelor obținute în cadrul capitolelor 4 și 5.

Capitolul 7 prezintă succint câteva considerații privind momentul aderării României la zona euro, evidențiind în același timp o serie de aspecte de care România trebuie să țină cont în procesul de aderare la Uniunea Monetară.

## **2. NOȚIUNEA DE CURS DE SCHIMB DE ECHILIBRU. MODELE UTILIZATE PENTRU ESTIMAREA CURSULUI DE SCHIMB DE ECHILIBRU**

Modelele utilizate în literatura de specialitate pentru estimarea cursului de schimb de echilibru pot fi grupate în trei mari categorii în funcție de ipotezele de la care pornesc:

a) modele care presupun lipsa oportunităților de arbitraj pe piața bunurilor de consum sau pe piața financiară – Paritatea Puterii de Cumpărare (engl. *Purchasing Power Parity* – PPP), respectiv Paritatea Neacoperită a Ratelor Dobânzilor (engl. *Uncovered Interest Rate Parity* – UIP);

b) modele care presupun atât echilibrul intern, cât și lipsa oportunităților de arbitraj – dintre care modelul de determinare a cursului de schimb de echilibru comportamental (engl. *Behavioural Equilibrium Exchange Rate* – BEER) oferă un

cadru flexibil pentru cuprinderea și altor modele conexe cum ar fi Balassa Samuelson, modelul monetar și PEER (engl. *Permanent Equilibrium Exchange Rate*);

c) modele care presupun echilibrul intern și extern – dintre care modelul de determinare a cursului de schimb de echilibru fundamental (engl. *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* – FEER) oferă și el un cadru flexibil pentru încorporarea altor modele cu specificații asemănătoare cum ar fi DEER (engl. *Desirable Equilibrium Exchange Rate*), NATREX (engl. *Natural Real Exchange Rates*), SRER (engl. *Sustainable Real Exchange Rate*).

În practică, decidenții de politică economică și instituțiile financiare internaționale folosesc mai multe metode concurente pentru determinarea valorii de echilibru a cursului de schimb. Băncile centrale ale statelor care au aderat la zona euro au estimat valoarea de echilibru a cursului de schimb a monedelor naționale în etapa premergătoare aderării la MRS II, dar și în timpul participării la MRS II, înainte de aderarea la zona euro, pentru a evalua sustenabilitatea parității centrale, respectiv a valorii la care moneda națională va fi fixată față de euro.

Metodologia BEER de estimare a cursului de schimb de echilibru este utilizată de bănci centrale precum Banca Centrală Maltei, Banca Centrală a Estoniei, Banca Centrală a Cehiei, de Fondul Monetar Internațional și de Comisia Europeană. În ceea ce privește modelul FEER acesta este utilizat de bănci precum cea a Ciprului, Cehiei, Slovaciei, de Fondul Monetar Internațional și de Comisia Europeană. În plus, modelul SRER (*Sustainable Equilibrium Exchange Rate*), o variantă a modelului FEER, este utilizat de Banca Centrală a Cehiei.

### **3. PARTICIPAREA LA MECANISMUL RATELOR DE SCHIMB II ȘI ADERAREA LA ZONA EURO. EXPERIENȚA ALTOR STATE MEMBRE**

În cadrul acestui capitol au fost prezentate noțiuni importante cu privire la aderarea la Mecanismul Ratelelor de Schimb II și la zona euro: **paritatea/rata de schimb centrală, cursul de schimb de pe piață, devalorizarea respectiv revalorizarea monedei naționale, nivelul de echilibru al cursului de schimb.** În ceea ce privește stabilirea **parității/ratei de schimb fixe față de euro**, în momentul intrării în MRS II, o țară candidată are la dispoziție următoarele strategii:

a) **stabilirea unei parități centrale peste cursul de schimb înregistrat pe piață la intrarea în MRS II** – această strategie a fost adoptată de Grecia și este recomandată atunci când se estimează că moneda națională este substanțial supraevaluată în momentul aderării la MRS II.

Principalul **avantaj** al acestei strategii este că oferă politicii monetare o flexibilitate mai ridicată pe parcursul participării la MRS II. În cazul existenței unei nealinieri cu rata dobânzii BCE, rata dobânzii de politică monetară din statul candidat poate fi redusă treptat fără ca eventuala depreciere a monedei naționale să atragă în mod necesar și o resetare a parității centrale în sus și, implicit, o prelungire cu încă doi ani a participării la MRS II. În plus, dacă supraevaluarea monedei naționale estimată de decidenții de politică economică este corectă, factorii determinanți ai cursului de schimb vor acționa în sensul deprecierii monedei naționale. În acest caz, stabilirea parității centrale la o valoare mai ridicată decât cursul de piață permite deprecierea monedei naționale fără consecințe asupra îndeplinirii criteriului de la Maastricht privind stabilitatea cursului de schimb.

Principalul **dezavantaj** este că, prin semnalarea unei supraevaluări a monedei naționale în momentul intrării în MRS II, așteptările de inflație pot crește și pot contribui la o majorare a ratei inflației cu un efect nefavorabil asupra criteriului de convergență nominal privind stabilitatea prețurilor.

b) **stabilirea unei parități centrale egale cu valoarea cursului de schimb înregistrat pe piață în momentul intrării în MRS II** – această strategie a fost adoptată de Slovenia, Slovacia, Malta, Cipru și Estonia. Deși au adoptat aceeași strategie, evoluția cursurilor de schimb ale acestor țări în MRS II a fost oarecum diferită.

Această strategie este recomandată atunci când se estimează că moneda națională se află aproape de valoarea de echilibru în momentul aderării la MRS II.

Principalul **avantaj** al strategiei este că nu impune presiuni imediate asupra cursului de schimb de piață. În condițiile probabile ale menținerii relativ constante a acestuia după intrarea în MRS II, cursul de schimb poate deveni o ancoră inflaționistă.

Principalul **dezavantaj** este faptul că politica monetară își pierde din flexibilitate, modificările ratei dobânzii de politică monetară putând genera aprecieri sau deprecieri ale monedei naționale care să îndepărteze cursul de schimb de pe piață de paritatea centrală. În plus, în cazul în care sub impactul factorilor determinanți, cursul de schimb de piață de la intrarea în MRS II se dovedește a fi mult sub sau deasupra valorii de echilibru, paritatea centrală va trebui reconsiderată. În cazul unei devalorizări, țara candidată va trebui să își mai prelungească pentru încă doi ani participarea la MRS II.

Trei dintre țările care au adoptat această strategie au înregistrat evoluții stabile ale cursului de schimb în MRS II, indicând faptul **că din punct de vedere al factorilor determinanți ai cursului de schimb, acesta se afla în jurul valorii de echilibru pe termen mediu** (Slovenia, Malta și Estonia). Pe de altă parte, evoluția

coroanei slovace și a lirei cipriote a fost diferită de cea a monedelor prezentate anterior, ambele monede fiind supuse unor presiuni semnificative de apreciere.

O analiză interesantă se referă la evoluția convergenței nominale și reale a statelor candidate, precum și a competitivității acestora după aderarea la MRS II și la zona euro. În cadrul acestui capitol au fost prezentați un număr de indicatori relevanți din acest punct de vedere pentru țările analizate în capitolul 3.1, în comparație cu zona euro în ansamblul său. În primul rând, a fost analizat modul în care statele candidate au îndeplinit criteriul de convergență nominală privind stabilitatea prețurilor. În principiu, după aderarea la ERM II, statele candidate au avut o inflație medie anuală situată deasupra celei din zona euro cu unele excepții: Cipru și Malta au avut inflații medii anuale care au fluctuat în jurul celei din zona euro pe aproape tot orizontul analizat (2000-2011).

În ceea ce privește **competitivitatea** statelor analizate, urmărind evoluția cotei de piață începând cu anul 2000 se observă modificări marginale după aderarea la zona euro. Slovacia și-a majorat semnificativ cota de piață în UE, însă această tendință era vizibilă încă din anul 2000, nefiind în consecință legată de aderarea la zona euro. Merită observat și faptul că exporturile Slovaciei au fost extrem de dinamice în pofida unei aprecieri semnificative a cursului real de schimb. Majorări ale cotei de piață după aderarea la zona euro s-au înregistrat și în cazul Sloveniei și Estoniei, în timp ce în cazul Greciei, Maltei și Ciprului nu s-au înregistrat modificări semnificative.

Analizând cursul real efectiv calculat pe baza *indicilor armonizați ai prețurilor de consum*, se poate observa că Slovacia este țara în care competitivitatea prin preț s-a deteriorat cel mai mult, cursul real crescând constant din 2000 și până în prezent. Aceeași evaluare este aplicabilă și Estoniei, cu mențiunea că în cazul acestei economii cursul real a crescut mai puțin decât în cazul Slovaciei. Slovenia și Malta și-au conservat cel mai bine competitivitatea prin preț, în timp ce cursul real efectiv al Ciprului și Greciei a evoluat similar cu cel al zonei euro în ansamblu său.

Cursul real efectiv calculat pe baza *costului unitar cu forța de muncă* din economie, indică tot în cazul Slovaciei și al Estoniei cele mai mari pierderi de competitivitate, chiar dacă diferențele sunt mai mici decât atunci când se utilizează prețurile de consum. De asemenea, Slovenia este țara care și-a conservat cel mai bine competitivitatea prin preț, însă diferența față de Grecia, de exemplu, nu mai este atât de semnificativă.

#### 4. EVALUAREA COMPETITIVITĂȚII PRIN PREȚ ÎN ROMÂNIA

În cadrul procedurii de identificare a dezechilibrelor excesive propusă de Comisia Europeană în 2011, cinci din cei zece indicatori monitorizați sunt relevanți pentru problema competitivității și anume soldul contului curent, poziția investițională netă, cota de piață a exporturilor de bunuri și servicii, cursul de schimb real efectiv calculat pe baza indicilor armonizați ai prețurilor de consum și costul unitar nominal cu forța de muncă. Ultimii doi indicatori sunt extrem de relevanți prin prisma competitivității prin preț a unei economii și vor fi analizați în cadrul acestui capitol dedicat analizei competitivității prin preț a României în contextul trecerii la un regim de curs de schimb fix.

Instituții precum Banca Centrală Europeană, Comisia Europeană sau OECD fac distincție între două mari categorii de determinanți ai competitivității:

- a) determinanții **competitivității prin preț** (cursul real efectiv de schimb și costurile cu forța de muncă);
- b) determinanții **competitivității nonpreț** (competitivitate tehnologică și structurală).

Ajustările cursului nominal pot să asigure doar o reechilibrare temporară a balanței de plăți. **În plus, restricțiile cu care se confruntă economiile mici și deschise diminuează semnificativ marja de manevră a politicii monetare** (a se vedea Isărescu, 2008), iar **capacitatea cursului de schimb de a fi absorbant de șocuri este limitată**. Pe termen lung, în condițiile tendinței de egalizare a prețurilor la nivel internațional, factorii determinanți ai competitivității nonpreț determină capacitatea țărilor de a exporta.

**Cursul real, nu cel nominal, reprezintă indicatorul adecvat al competitivității prin preț a unei țări.** Deprecierea reală a monedei naționale este echivalentă cu **creșterea cursului real și reprezintă de fapt creșterea prețului în lei al bunurilor produse în economiile partenere comparativ cu cele produse în România**, ceea ce încurajează exporturile României și descurajează importurile.

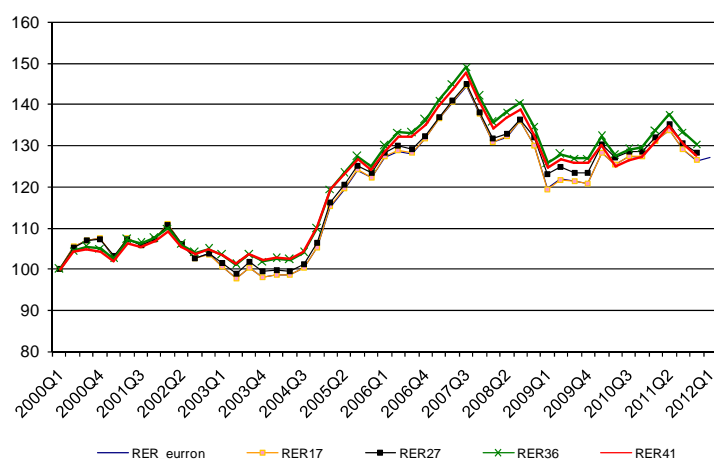
**Noțiunea de curs real joacă un rol cheie în determinarea costurilor și beneficiilor aferente deciziei de a adopta moneda unică.** Un argument des invocat în defavoarea adoptării unei parități fixate și ulterior, a monedei euro, îl constituie pierderea independenței politicii monetare și a politicii de curs de schimb. Acesta din urmă nu va mai juca rolul de atenuator de șocuri și nu va mai putea fi folosit pentru reechilibrarea economiei prin impulsivitatea competitivității prin preț în cazul confruntării cu un șoc advers de cerere, spre exemplu.



Presupunând că produsele autohtone se confruntă cu un șoc advers de cerere, echilibrul intern și cel extern vor avea de suferit. Excesul de ofertă va determina recesiune, șomaj și chiar deflație – din perspectiva echilibrului intern – și deficit al balanței de plăți – din perspectiva echilibrului extern. Pentru a restabili echilibrul macroeconomic, România trebuie să înregistreze o depreciere reală pentru a impulsiona exporturile și pentru a frâna importurile; în același timp, deprecierea restaurează echilibrul extern, întrucât stopează deflația și impulsionează cererea externă. În cazul unui regim de curs de schimb flotant, acest lucru se realizează automat, ca urmare a cererii relative mai mari pentru valuta străină. În lipsa propriei monede, o țară care este membră a unui spațiu monetar are nevoie de alte pârghii pentru stabilizarea macroeconomică. Ținând cont de faptul că ceea ce influențează importurile și exporturile este cursul real, în cazul în care cursul nominal este fix, va fi necesară o scădere a prețurilor în economia internă pentru ca România să realizeze deprecierea reală de care are nevoie. Însă această scădere a prețurilor presupune serioase costuri macroeconomice și sociale, putând genera scăderea veniturilor și recesiune.

Figura nr. 4.1 ilustrează evoluția cursului real de schimb al leului față de euro, respectiv față de un număr variabil de parteneri comerciali calculat pe baza indicelui prețurilor de consum. Se poate observa că **în cazul României, ținând cont de importanța zonei euro pentru comerțul exterior, evoluția cursului real este slab sensibilă în raport cu alegerea numărului de parteneri comerciali.**

**Figura nr. 4.1.** Evoluția cursului real al leului în raport cu un număr variabil de parteneri comerciali



Sursa: Comisia Europeană.

În continuare am analizat evoluția cursului real față de euro al monedelor din țările nou membre folosind patru indici de preț: indicele prețurilor de consum, indicele costului unitar cu forța de muncă la nivelul întregii economii, deflatorul PIB și deflatorul de export.

Așa cum se poate observa în tabelul nr. 4.1, în perioada intrărilor sincrone de capitaluri până în momentul manifestării crizei financiare internaționale (2004T1-2008T3), țările nou membre au pierdut în medie, circa 30 la sută din competitivitatea prin preț pe baza cursului real utilizând IPC și deflatorul de export, circa 40 la sută pe baza RER folosind deflatorul PIB, respectiv aproximativ 55 la sută utilizând indicele unitar al forței de muncă, explicabil ținând cont de creșterile salariale din această perioadă. Pe fondul manifestării efectelor crizei financiare internaționale, monedele noilor state membre s-au depreciat din punct de vedere real, tendință care s-a inversat odată cu primele semne de reviriment economic.

**Tabelul nr. 4.1.** Evoluția competitivității prin preț conform cursului real calculat pe baza unor deflatori alternativi

Evoluție medie a țărilor analizate\* (apreciere a cursului real de schimb în perioada 2004T1-2008T3, procente)

%	Indicele prețurilor de consum	Deflator PIB	Deflator exporturi	ULC
	31,5	43,1	31,0	54,4

Evoluție medie a țărilor analizate\* (depreciere a cursului real de schimb în perioada 2008T4-2012T1, procente)

%	Indicele prețurilor de consum	Deflator PIB	Deflator exporturi	ULC
	4,1	5,4	2,7	13,6

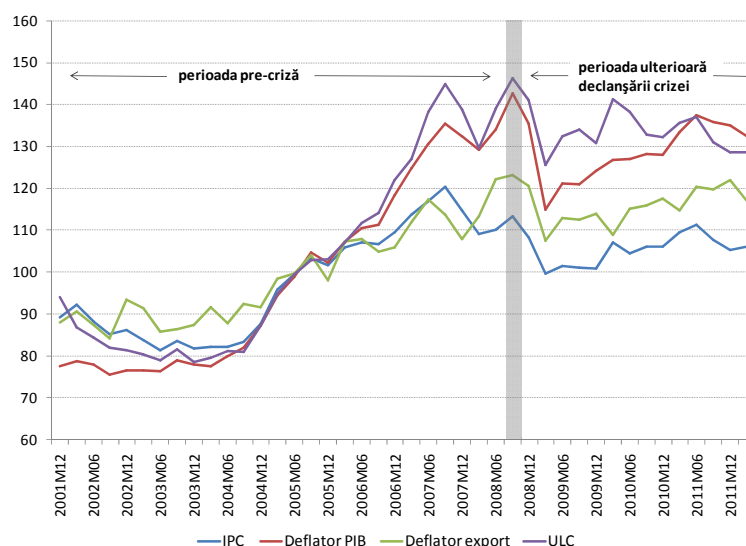
\*Bulgaria, Cehia, Letonia, Lituania, Ungaria, Polonia și România.

Sursa: Eurostat, calcule proprii.

Țările cu un curs flexibil (Polonia, Cehia și România) au recuperat de la debutul crizei financiare și economice internaționale – pe baza deprecierei monedei naționale – o parte din pierderea competitivității prin preț care a avut loc odată cu influxurile masive de capital din perioada precriză. În cazul României, cea mai puternică recuperare s-a înregistrat în termenii cursului real calculat pe baza costului unitar cu forța de muncă, rezultat ce indică o corectare a dezechilibrelor acumulate înainte de criză, ținând cont de pierderea competitivității prin preț măsurată pe baza acestui indicator în intervalul 2004T1-2008T3. Ungaria, pe de altă parte, nu a reușit să recupereze teritoriul pierdut o dată cu aprecierea reală din perioada de boom, parțial și din cauza diferențialului

pozitiv de inflație față de zona euro. În Bulgaria competitivitatea a rămas aproximativ nemodificată, iar în țările baltice ajustarea competitivității prin preț s-a realizat în special prin procesul dureros al devalorizării interne, mai exact prin scăderea salariilor, ceea ce a condus și la contracția cererii interne.

**Figura nr. 4.2.** Evoluția RER în România (2005 = 100)

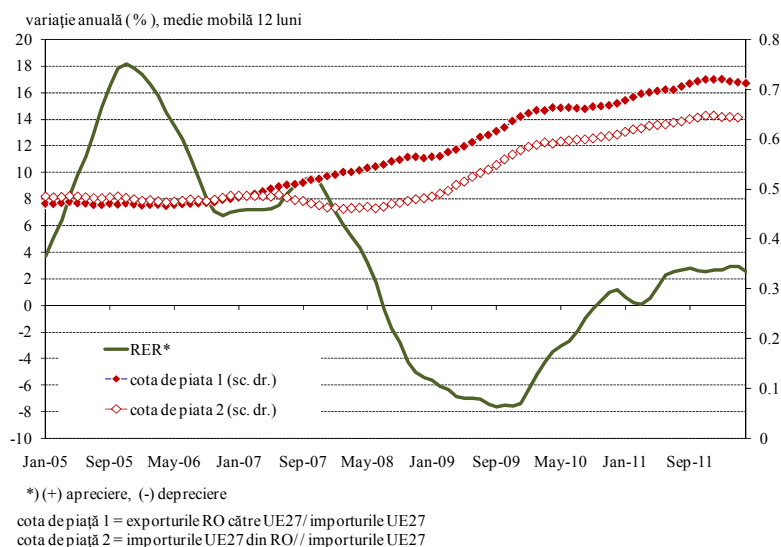


Sursă: Eurostat, calculele autorilor.

În cazul României, moneda națională a înregistrat o apreciere reală până în 2008T2; după acest moment, deprecierea nominală cauzată de creșterea aversiunii la risc pe piața internațională a restabilit o parte din competitivitatea pierdută. Așa cum se poate observa în figura nr. 4.2, indicatorul de competitivitate care s-a deteriorat cel mai mult este cursul real calculat pe baza costului unitar cu forța de muncă.

După cum se poate observa, chiar și în perioadele de apreciere reală puternică, cota de piață a exporturilor României a crescut, reliefând importanța factorilor de cerere, dar și un posibil avans în ceea ce privește competitivitatea nonpreț. Figura de mai jos sugerează că impactul cursului de schimb real asupra exporturilor nu este unul major.

**Figura nr. 4.3.** Cota de piață a exporturilor României și cursul real de schimb



Sursa: Eurostat, BRI, calculele autorilor.

În scopul de a cuantifica importanța relativă a cursului real de schimb în cazul exporturilor României am ales să investigăm evoluția acestora cu ajutorul unor modele de corecție a erorilor unidimensionale, dar și vectoriale.

Coeficientul asociat termenului de corecție a erorilor sugerează, existența unui mecanism de ajustare către echilibrul pe termen lung și aceasta are loc cu o viteză relativ ridicată. Cursul de schimb real este semnificativ pentru evoluția volumului exporturilor României (conform testului t-statistic), iar elasticitatea exporturilor în raport cu acesta este ușor mai ridicată în ecuația pe termen lung (0,5 față de 0,4 pe termen scurt). Totuși, atât pe un orizont scurt de timp, cât și pe unul mai extins, factorul de cerere primează în fața factorului de preț (elasticitatea cererii din partea partenerilor externi este mai ridicată atât pe termen lung, 1,29 față de 0,5, cât și pe termen mai scurt, 0,71 față de 0,4). Pe termen scurt, un termen important este și volumul importurilor, dată fiind dependența ridicată a exporturilor de importuri în economia României.

În afară de modelul de corecție a erorilor unidimensional, am formulat un model corecție a erorilor vectorial (VECM), care să includă volumul exporturilor, volumul importurilor din UE25, importurile autohtone și cursul real de schimb. Pe baza acestui model, **evoluția cursului real de schimb calculat pe baza indicelui prețurilor de consum explică 6,2 la sută din varianța exporturilor**. O lucrare recentă elaborată în cadrul băncii Spaniei (a se vedea Rodriguez et al., 2012) arată că pentru numeroase state există o decuplare între indicatorii competitivității prin preț și performanța exporturilor. Deși există o legătură dintre cele două variabile

pe termen lung, cursul real de schimb explică în majoritatea cazurilor mai puțin de 10 la sută din variația exporturilor, cea mai importantă contribuție revenind evoluțiilor comerțului pe plan internațional (a se vedea tabelul nr. 4.2).

**Tabelul nr. 4.2.** Descompunerea varianței exporturilor (1995T1-2011T3)

	<b>Volumul comerțului internațional</b>	<b>RER</b>	<b>Exporturile anterioare</b>
<b>SPANIA</b>			
RER pe baza ULC	87.7	1.6	10.7
RER pe baza deflatorului PIB	92.0	0.8	7.2
<b>FRANȚA</b>			
RER pe baza ULC	87.0	6.8	6.2
RER pe baza deflatorului PIB	83.6	8.2	8.2
<b>GERMANIA</b>			
RER pe baza ULC	87.0	1.1	11.9
RER pe baza deflatorului PIB	89.5	0.2	10.3

Sursa: Rodriguez, A., Perez-Quiros, G. și R. Seguera Cayuela (2012).

**Tabelul nr. 4.3.** Descompunerea varianței exporturilor\* (2001T4-2012T1)

	<b>Volumul comerțului internațional**</b>	<b>RER</b>	<b>Exporturile anterioare</b>
<b>ROMÂNIA</b>			
RER pe baza ULC	72,5	14,3	13,2
RER pe baza deflatorului PIB	68,3	5,6	26,0

\* Obținută pe baza unor modele VECM; \*\* A fost utilizat ca și proxy volumul importurilor UE25 și volumul importurilor naționale.

Tabelul nr. 4.3 confirmă rezultatele obținute pe baza estimărilor efectuate utilizând cursul real calculat pe baza indicelui prețurilor de consum, **care arată că nu cursul real este cel mai important determinant al exporturilor.**

## 5. ESTIMAREA CURSULUI DE ECHILIBRU ÎN CAZUL ROMÂNIEI

O teorie de referință în literatura de specialitate pentru determinarea cursului de schimb de echilibru este Paritatea Puterii de Cumpărare (engl. *Purchasing Power Parity – PPP*), conform căreia, pe piețe diferite, nivelul prețurilor exprimat în aceeași monedă ar trebui să fie același.

Pornind de la definiția cursului real de schimb bilateral, 
$$Q = \frac{E^{PPP} \cdot P^*}{P},$$

un nivel supraunitar al acestuia indică un curs de schimb mai mare decât cel determinat prin paritatea puterii de cumpărare și o **supraevaluare** în termeni reali a monedei naționale. În mod similar, în cazul în care cursul nominal este mai mic

decât cel determinat prin paritatea puterii de cumpărare, respectiv  $Q$  subunitar, se poate spune că moneda națională este **subevaluată** în termeni de putere de cumpărare.

În practică, s-a demonstrat că există abateri persistente și semnificative de la valoarea de echilibru indicată de paritatea puterii de cumpărare datorită:

- Structurii diferite a coșului de consum în două țări partenere;
- Lipsa competiției perfecte pe piață, existența costurilor de transport și a taxelor vamale, restricționarea circulației mărfurilor;
- Prezența bunurilor necomercializabile în indicii de preț;
- Existența fenomenului de *home bias*: consumatorii preferă produse autohtone.

În cazul României, paritatea puterii de cumpărare în forma absolută indică o **subevaluare** semnificativă a monedei naționale (a se vedea tabelul nr. 5.1). În cazul în care se admite validitatea teoriei parității puterii de cumpărare în formă absolută, pe termen lung cursul de schimb al monedei naționale față de euro ar trebui **să se aprecieze** sau prețurile interne ale bunurilor tranzacționabile ar trebui să crească semnificativ.

**Tabelul nr. 5.1.** Cursul real conform parității puterii de cumpărare în forma absolută în România față de zona euro (unitatea de măsură este cuprinsă între 0 și 1)

	Consum Total	Bunuri de consum	Bunuri non-durabile	Bunuri semi-durabile	Bunuri durabile	Bunuri de capital	Servicii
2000	0,35	0,50	0,46	0,47	0,80	0,47	0,24
2001	0,34	0,50	0,46	0,48	0,72	0,50	0,24
2002	0,34	0,51	0,47	0,57	0,68	0,52	0,24
2003	0,35	0,53	0,48	0,56	0,74	0,52	0,24
2004	0,36	0,53	0,48	0,56	0,73	0,53	0,25
2005	0,45	0,67	0,62	0,74	0,84	0,60	0,31
2006	0,48	0,69	0,65	0,81	0,75	0,62	0,35
2007	0,53	0,75	0,70	0,90	0,84	0,68	0,39
2008	0,53	0,72	0,66	0,93	0,83	0,67	0,41
2009	0,48	0,67	0,62	0,85	0,81	0,60	0,35
2010	0,48	0,68	0,64	0,85	0,81	0,61	0,35
2011	0,50	0,69	0,64	0,84	0,83	0,59	0,36
<i>Creștere prețuri relative 2000-2011 (procente)</i>							
%	43,8	37,1	39,7	80,0	4,3	24,2	51,7

Sursă: Eurostat, calculele autorilor.

Analizând subcomponentele coșului de consum, observăm că cel mai aproape de valoarea de referință de 1 sunt bunurile semidurabile și durabile, aceste categorii fiind astfel cel mai bine aliniate cu prețurile zonei euro. Pe de altă parte,

serviciile sunt categoria cea mai puțin aliniată din punct de vedere al prețurilor cu zona euro, însă nivelul tarifelor la servicii a crescut semnificativ din 2000 până în 2011 (creșteri mai mari s-au realizat doar în cazul bunurilor semi-durabile). Prin urmare, **în economia României există grade diferite de aliniere a prețurilor bunurilor de consum cu cele din zona euro**. Având în vedere că legea prețului unic s-ar verifica doar în cazul bunurilor tranzacționabile, gradul de sub sau supra-evaluare a cursului de schimb poate fi decisă doar analizând gradul de aliniere al prețurilor bunurilor tranzacționabile cu cele din zona euro. Din coșul de consum ar fi relevantă doar partea care se referă la bunurile de consum (care pot fi approximate bunurilor tranzacționabile). În aceste condiții, așa cum se poate observa în tabelul nr. 5.1, cursul de schimb ar fi **subevaluat cu aproximativ 30%**.

Cele mai multe evidențe empirice nu susțin validitatea teoriei parității puterii de cumpărare pe termen scurt, de aceea au fost create numeroase modele pornind de la criticile aduse acestei teorii. Unul dintre acestea este **modelul Balassa-Samuelson**. Dintre toate criticile aduse teoriei PPP, cea mai puternică este aceea că PPP nu ține cont de faptul că nivelul general al prețurilor se poate descompune în prețuri ale bunurilor tranzacționabile și ale bunurilor netranzacționabile.

Punctul de plecare a teoriei a fost o evidență empirică de necontestat: chiar și atunci când sunt exprimate în aceeași monedă, prețurile în țările mai bogate sunt mai mari decât în țările mai sărace. Cei doi autori, Bela Balassa și Paul Samuelson, au pus această diferență pe seama diferențialului de productivitate dintre țările sărace și cele bogate în sectorul bunurilor tranzacționabile. Ipoteza modelului este validată de evidențele empirice, în sensul că, într-adevăr, forța de muncă în țările sărace pare a fi mai puțin productivă comparativ cu forța de muncă în țările bogate în sectorul tranzacționabil (T). În ceea ce privește sectorul bunurilor netranzacționabile (NT), diferențele de productivitate sunt ne semnificative.

Teoria Balassa-Samuelson nu explică, însă, doar diferențele de preț care există pe piețe diferite, având numeroase alte implicații, cum ar fi **tendința de apreciere reală** a monedei țărilor în curs de dezvoltare, și **inflația** mai ridicată inerentă procesului de catching-up.

Odată cu procesul de **convergență reală** către țările dezvoltate, diferențialul de productivitate din sectorul bunurilor tranzacționabile scade, sau, echivalent, sporul de productivitate în sectorul tradables depășește sporul de productivitate în sectorul NT. Sporul de productivitate antrenează creșteri salariale, iar salariile din sectorul T se vor majora mai rapid decât cele din sectorul NT.

Una dintre ipotezele modelului Balassa-Samuelson este că pe piața forței de muncă vor apărea presiuni de egalizare a câștigurilor salariale în cele două sectoare economice. În condițiile în care în sectorul NT dinamica costurilor

salariale o va depăși pe cea a productivității muncii, presiunile suplimentare se vor reflecta în prețuri, iar inflația din sectorul NT o va depăși pe cea din sectorul T. Prin urmare, va crește inflația totală, ceea ce explică faptul că o rată mai ridicată a inflației este inerentă procesului de catching-up. De asemenea, creșterea prețurilor determină o apreciere în termeni reali a monedei naționale.

Pentru a determina care este impactul efectului Balassa-Samuelson asupra cursului de schimb real am încorporat în cadrul abordării BEER variabile care să surprindă diferențialul de productivitate față de zona euro. Estimările au indicat faptul că efectul Balassa-Samuelson are un impact modest asupra cursului de schimb real leu/euro.

În cele ce urmează vom prezenta metodologia de estimare a **cursului de schimb de echilibru comportamental (BEER)** în România. În esență, **abordarea BEER** de determinare a cursul de schimb real de echilibru presupune parcurgerea următoarelor etape:

1) Alegerea unui set de variabile cu potențial de determinare a cursului de schimb.

2) Estimarea relației pe termen lung între cursul de schimb real și factorii săi determinanți (fundamentali) prin folosirea metodologiei de cointegrare de tip Johansen.

3) Determinarea valorilor sustenabile ale factorilor determinanți prin aplicarea filtrului Hodrick-Prescott, i.e. obținerea componentelor permanente ale variabilelor explicative.

4) Determinarea cursului de schimb de echilibru prin înlocuirea valorilor sustenabile ale factorilor determinanți în relația de cointegrare estimată în a doua etapă.

5) Calculul deviației de la echilibru.

În scopul estimării cursului de schimb real de echilibru în România am considerat că diferențialul de productivitate, diferențialul real al ratei dobânzii, raportul de schimb, gradul de deschidere a economiei, activele externe nete, soldul de cont curent, soldul contului de capital, investițiile străine directe, deficitul bugetar, datoria publică, diferențialul costului unitar al forței de muncă și prima de risc pot fi potențialele variabile explicative ale ratei de echilibru.

Relațiile de echilibru obținute pe baza vectorului de cointegrare sunt prezentate în tabelul de mai jos.



**Tabelul nr. 5.2.** Coeficienții estimați ai modelelor VEC – abordarea BEER

Model	rer	KA_Y_AN	CA_Y_AN	TOT	OAS	FDI_Y_AN	OPEN	C
BEER1	1	<b>0.545</b> (0.209)	-	<b>0.323</b> (0.072)	-	-	-	<b>-83.43</b>
BEER2	1	-	<b>-0.721</b> (0.286)	<b>0.241</b> (0.098)	-	-	-	<b>-74.53</b>
BEER3	1	-	-	<b>0.220</b> (0.220)	<b>-0.025</b> (0.007)	-	-	<b>-60.26</b>
BEER4	1	-	-	-	-	<b>1.450</b> (0.641)	<b>1.019</b> (0.358)	<b>-122.4</b>

Notă: În tabel sunt prezentate valorile estimate ale coeficienților, iar în paranteze sunt prezentate erorile standard; C este constanta; interpretarea coeficienților se face cu semnul schimbat; rer este exprimat în formă logaritmată; OAS (prima de risc) este în puncte de bază.

Rezultatele estimărilor au indicat că soldul contului curent, soldul contului de capital, raportul de schimb, gradul de deschidere a economiei, prima de risc și investițiile străine directe sunt factorii determinanți ai cursului de schimb comportamental de echilibru al monedei naționale.

Semnul coeficientului atribuit **soldului de cont curent** (CA\_Y\_AN) este pozitiv conform așteptărilor. Pe baza rezultatelor observațiilor empirice s-a putut constata o elasticitate relativ mare și cuprinsă în intervalul 0,7-0,8%. Coeficientul obținut în cadrul modelului 2 (BEER2) este 0,7%, adică o creștere cu 1% a contului curent ar conduce la o depreciere a cursului de schimb real cu 0,7%.

Rezultatele estimărilor au arătat, de asemenea, existența unui relații negative între **soldul contului de capital** și rata de schimb. O majorare cu 1% a contului de capital generează o apreciere a cursului de schimb real cu circa 0,6%.

O îmbunătățire a **raportului de schimb** (TOT) duce la o apreciere a leului față de euro în termeni reali. Elasticitatea pe termen lung între raportul de schimb și cursul de schimb real este aproximativ 0,22-0,32, ceea ce înseamnă că o creștere a raportului de schimb cu 10% ar implica o apreciere a cursul de schimb real cu 2,2-3,2% pe termen lung.

O creștere a **primei de risc** (OAS) va submina încrederea în moneda națională, ceea ce va produce o depreciere a cursului de schimb real. Conform rezultatelor estimărilor, o majorare cu 1% a primei de risc produce o depreciere a ratei de schimb real de 2,5%.

O majorare a **investițiilor străine directe** (FDI\_Y\_AN) în România generează o apreciere a cursului de schimb real. Conform calculelor econometrice rezultă că la o majorare cu 1% a investițiilor străine directe va avea loc o apreciere a cursului de schimb real cu 1,5%.

Test t-student (2,846) arată că legătură negativă între **gradul de deschidere** și cursul de schimb real este semnificativă din punct de vedere statistic. O creștere cu 1% a gradului de deschidere a economiei românești este asociat cu o apreciere a cursului de schimb real cu aproximativ 1%.

Un sumar al coeficienților obținuți pe baza estimărilor econometrice este prezentat în tabelul nr. 5.3. Prin urmare, putem afirma că cel mai important determinant al cursului de schimb real este prima de risc, urmată de investițiile străine directe, gradul de deschidere a economiei românești, soldul de cont curent și raportul de schimb.

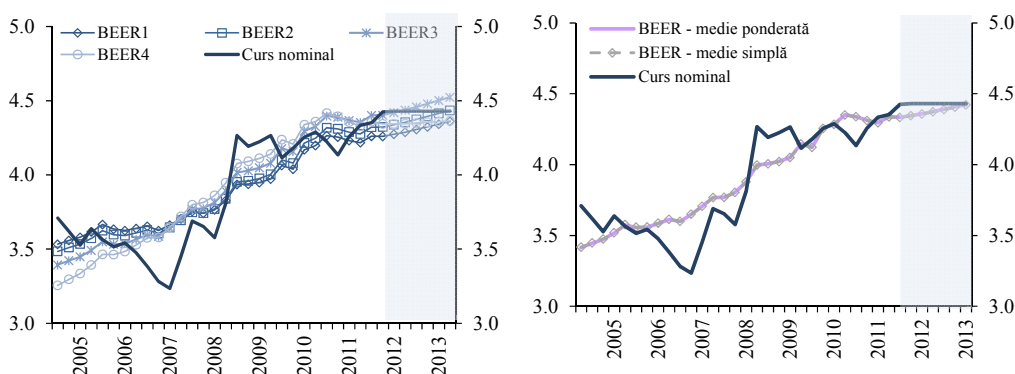
**Tabelul nr. 5.3.** Coeficienții estimați pe baza calculului econometric

Factori determinanți	↑ - apreciere	O creștere cu 1% a factorului determinant ar avea un impact asupra ratei de schimb reale de:
	↓ - depreciere	
Prima de risc	↓	2,5%
Investițiile străine directe	↑	1,5%
Gradul de deschidere a economiei	↑	1,0%
Soldul contului curent	↓	0,7%
Soldul contului de capital	↑	0,6%
Raportul de schimb	↑	0,2-0,3%

Pentru a cuantifica valoarea cursului de schimb comportamental de echilibru am determinat valorile sustenabile ale factorilor determinanți. Acestea pot fi obținute cu ajutorul filtrului Hodrick-Prescott. Având în vedere vulnerabilitățile acestei metode de a obține estimări stabile în capetele seriei am prelungit toate seriile de date analizate până în 2013T4.

În continuare, pentru a determina valoarea cursului de schimb de echilibru se înlocuiesc valorile sustenabile ale factorilor determinanți în ecuațiile de cointegrare. În figura nr. 5.1 este prezentată evoluția cursului de schimb nominal și a cursului de schimb nominal de echilibru în perioada 2005T1-2013T4. Analizând figura de mai jos putem observa că nu există o diferență semnificativă între cursul de schimb de echilibru estimat ca o medie ponderată și cel calculat ca o medie aritmetică a celor patru modele econometrice (BEER1-BEER4).

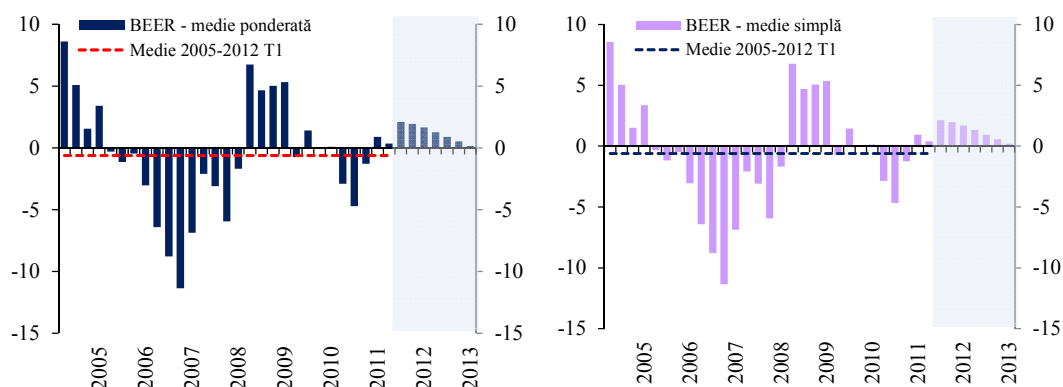
**Figura nr. 5.1.** Evoluția cursului de schimb nominal și a celui de echilibru



Sursa: BNR, INS, calcule proprii.

Ultima etapă a abordării BEER presupune calcularea deviației totale a cursului de schimb euro/leu de la valoarea sa de echilibru. Deviația totală obținută indică faptul că cursul de schimb este **ușor supraevaluat** (în anii 2012 și 2013). Pentru 2012, am obținut o valoare de **1,6%**, iar pentru anul 2013 de **0,7%**.

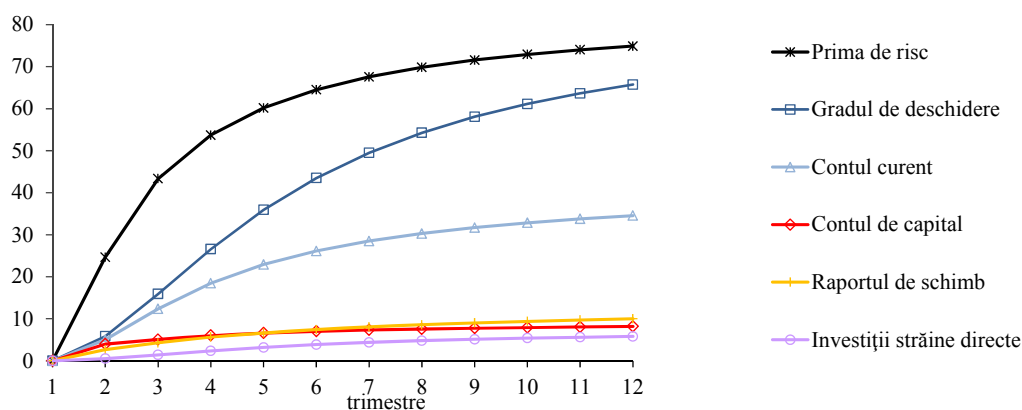
**Figura nr. 5.2.** Deviația totală de la echilibru (%)\*



Notă: \* Semnul (-) / (+) denotă supraevaluare/subevaluare.  
Sursa: BNR, calcule proprii.

Pentru a realiza clasamentul principalelor determinanți ai cursului de schimb comportamental de echilibru am utilizat descompunerea varianței. Pe baza rezultatelor obținute reiese că ratei de schimb este influențată în principal de evoluția primei de risc, gradul de deschidere a economiei românești, soldul contului curent și de capital, raportul de schimb (engl. *terms of trade*) și investițiile străine directe.

**Figura nr. 5.3.** Descompunerea varianței cursului de schimb (%)



În continuare vom prezenta rezultatele estimărilor **cursului de schimb de echilibru fundamental** al monedei naționale folosind un model bazat pe ecuații de corecție a erorilor. Estimarea cursului de echilibru utilizând modelul FEER

(engl. Fundamental Equilibrium Exchange Rate) presupune parcurgerea următoarele **etape**:

1) construirea unui model care explică elementele componente ale ponderii contului curent în PIB: exporturile și importurile reale, prețurile de export și de import, PIB real și deflatorul PIB, transferurile și veniturile.

2) estimarea soldului contului curent structural, adică a acelei valori a contului curent care s-ar fi înregistrat în condițiile unei poziții neutre a ciclului de afaceri (economia externă și internă se află la potențial);

3) stabilirea normei de cont curent, adică a valorii de echilibru pe termen lung sau a acelei valori a soldului contului curent dezirabilă din punctul de vedere al decidenților de politică economică;

4) determinarea, prin simulare, a cursului de schimb care ar egala soldul structural al contului curent cu norma de cont curent – acesta este nivelul de echilibru fundamental al cursului de schimb.

Într-o primă etapă, pentru a construi modelul pe care se bazează evaluarea FEER, am pornit de la ecuații standard regăsite în modele de tip FEER consacrate în literatura de specialitate sau folosite de alte bănci centrale pe care le-am adaptat la caracteristicile economiei românești.

Un număr de concluzii pot fi desprinse din analiza rezultatelor estimării. În primul rând, elasticitatea prețurilor de export și de import la cursul nominal de schimb este asemănătoare (0,67, respectiv 0,71). O modificare a cursului de schimb cu 1% duce la o majorare cu doar 0,71% a prețurilor de import, fenomen cunoscut în literatura de specialitate sub denumirea de *incomplete pass-through*. Importatorii își vor ajusta marjele de profit pentru a evita încorporarea completă în prețuri a creșterii cu 1% a cursului de schimb. În al doilea rând, elasticitatea exporturilor reale la variația prețurilor relative este ușor inferioară elasticității importurilor reale la variația aceluiași indicator. Astfel, o majorare cu 1% a prețurilor relative duce la o creștere cu 0,41% a exporturilor și la o scădere cu 0,49% a importurilor reale.

Pentru a determina deficitul de cont curent fundamental, se estimează valorile de *echilibru pe termen mediu* ale tuturor elementelor contului curent. În cazul în care economia se află la echilibrul pe termen mediu, deviațiile de la relațiile de cointegrare sunt egale cu zero iar PIB real intern și extern se află la nivelul potențial. Nivelele potențiale ale PIB intern și extern au fost determinate pornind de la evaluarea realizată pentru aceste variabile de către Comisia Europeană folosind metoda funcției de producție<sup>1</sup>. Nivelurile de echilibru ale costului unitar cu forța de muncă, prețului petrolului, indicelui prețurilor de consum și prețurilor exportatorilor din zona euro, balanței transferurilor și

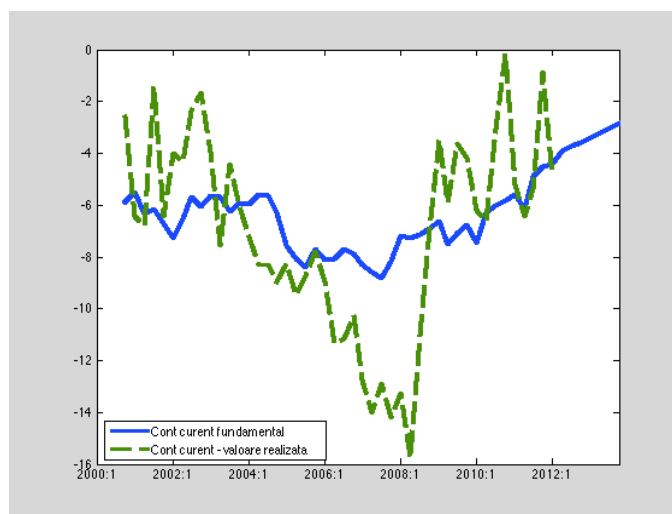
---

<sup>1</sup> Disponibilă la adresa <http://circa.europa.eu/Public/irc/ecfin/outgaps/library>

veniturilor se determină utilizând filtrul univariat Hodrick-Prescott. Pentru a corecta acuratețea redusă de estimare a trendurilor la capetele eșantionului de către filtrul Hodrick-Prescott, am prelungit variabilele supuse filtrării cu încă șapte trimestre de date (2012T2-2013T4).

**Valoarea fundamentală a deficitului de cont curent** se determină prin înlocuirea nivelurilor de echilibru pe termen mediu ale variabilelor explicative în relația prin care se definește ponderea în PIB a soldului contului curent. Rezultatele (a se vedea figura nr. 5.4.) indică faptul că deficitul de cont curent ca pondere în PIB realizat s-a situat peste nivelul său fundamental în perioada 2005T4-2008T2, a evoluat în jurul nivelului de echilibru pe termen mediu în perioada 2000T1-2005T3 și a fost mai redus decât nivelul fundamental începând cu 2008T3 și până în prezent. Aceste perioade corespund momentelor de expansiune economică, respectiv de recesiune prin care a trecut economia națională. **În absența factorilor ciclici**, în perioada 2000T1-2012T1 deficitul contului curent ca pondere în PIB s-ar fi situat între valoarea minimă de 4,7% (estimată pentru 2012T1) și valoarea maximă de 8,8% (estimată pentru 2007T3).

**Figura nr. 5.4.** Deficitul de cont curent (pondere în PIB) realizat și valoarea fundamentală a acestuia



Ultima etapă în cadrul implementării modelului FEER este reprezentată de determinarea cursului de echilibru. Aceasta constă în determinarea acelui curs nominal de schimb care face ca deficitul de cont curent structural să fie egal cu norma de deficit de cont curent.

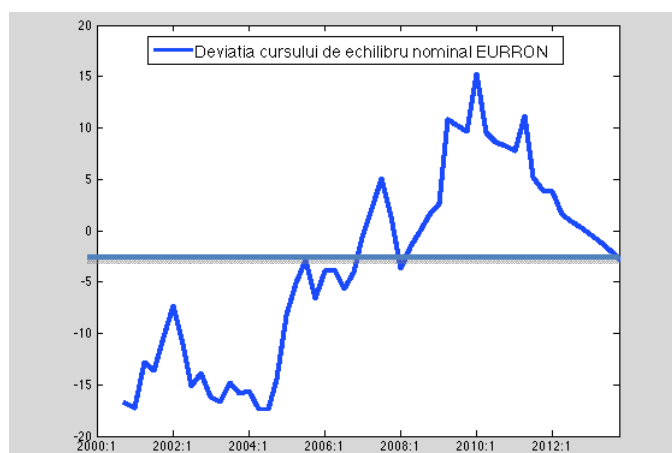
În prezenta lucrare vom utiliza două abordări pentru stabilirea normei de cont curent (**nivel de echilibru pe termen lung al soldului contului curent**) și vom determina valoarea de echilibru a cursului de schimb în fiecare din următoarele două cazuri:

a) Valoarea deficitului contului curent (exprimat ca pondere în PIB) care ar stabiliza ponderea activelor externe nete (AEN) în PIB la -53% (valoarea de referință utilizată de FMI în evaluarea cursului de echilibru al leului și estimată pe baza gradului de deschidere comercială a economiei României);

b) Egală cu -4% (exprimată ca pondere în PIB) – aceasta este valoarea prag pentru deficitul de cont curent luată în considerare de Comisia Europeană în noua procedură de supraveghere pentru prevenirea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice (a se vedea documentul ocazional nr. 92 al Comisiei Europene (2012)).

În cazul în care considerăm că ținta pentru decidenții de politică economică este înregistrarea unei ponderi a AEN în PIB de -53% (figura nr. 5.5), se observă că moneda națională a fost subevaluată față de euro în perioada 2000-2006, la echilibru în perioada 2006-2008 și supra-evaluată începând cu 2009T1. Valorile obținute din simulare indică, pentru anul 2012, o subevaluare nominală a monedei naționale de **1,6%**, în timp ce pentru anul 2013 se preconizează o supraevaluare cu **1,6%**.

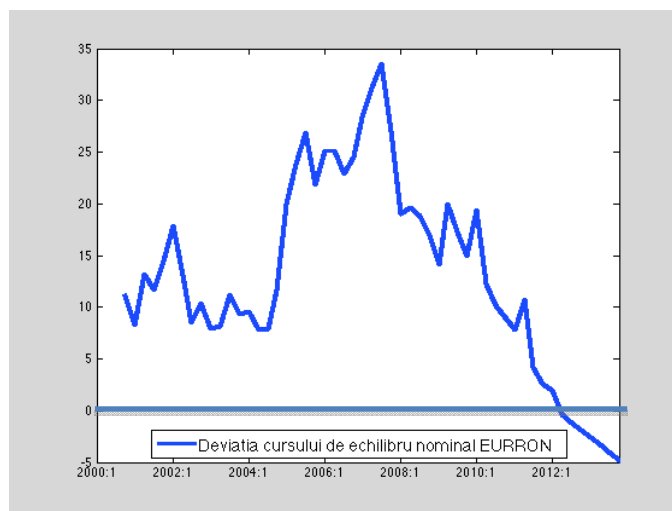
**Figura nr. 5.5.** Cursul nominal de echilibru în cazul stabilirii normei de cont curent pe baza unei ponderi a AEN în PIB de -53% – deviații de valorile realizate (2000T1-2012T2) și cele presupuse pentru (2012T2-2013T4)



Notă: Semnul (-) / (+) denotă supraevaluare/subevaluare.

În cazul în care considerăm că ținta pentru decidenții de politică economică este înregistrarea unui deficit de cont curent de 4% (figura nr. 5.6), se observă că moneda națională a fost subevaluată față de euro în toată perioada de referință. Valorile obținute din simulare indică, pentru anul 2012, o supraevaluare nominală nesemnificativă a monedei naționale de **0,5%**, în timp ce pentru anul 2013 se preconizează o supraevaluare mai ridicată de **3,6%**.

**Figura nr. 5.6.** Cursul nominal de echilibru în cazul stabilirii unei norme de cont curent de 4% – deviații de valorile realizate (2000T1-2012T2) și cele presupuse pentru (2012T2-2013T4)



Notă: \* Semnul (-) / (+) denotă supraevaluare/subevaluare.

## 6. POLITICI ECONOMICE

Conform celor prezentate, cursul de schimb poate stimula competitivitatea exporturilor doar pe termen scurt, iar ceea ce contează pe termen lung este competitivitatea nonpreț. Din acest motiv, următoarele politici economice pe care le vom prezenta în cele ce urmează au drept scop stimularea competitivității nonpreț.

**1) Accelerarea absorbției de fonduri europene** în vederea unui ritm de creștere a PIB potențial de la circa 2% în prezent spre 3-4% pe termen mediu și lung. Reducerea PIB potențial de la aproximativ 5% înainte de anul 2008 la circa 2% în prezent face aproape imposibilă convergența României la standardele zonei euro și deschide discuția despre găsirea rapidă a unor noi motoare de creștere. Sporul natural negativ al populației (manifestat constant din anul 1992 până în prezent și care va continua), capacitatea relativ redusă a sectorului bancar de a finanța economia reală în contextul noilor cerințe de capital Basel III și procesul de consolidare fiscală din sectorul public limitează contribuția forței de muncă și respectiv a capitalului pentru susținerea PIB potențial în viitor. Astfel, stimularea productivității totale a factorilor poate deveni un element determinant în creșterea nivelului PIB potențial și îmbunătățirea calitativă a creșterii economice. Politicile publice în domeniu trebuie orientate în direcția obiectivelor Strategiei Europa 2020 privind o creștere economică inteligentă, sustenabilă și cu efecte benefice asupra unor categorii cât mai largi ale populației.

Gradul redus de absorbție a fondurilor europene din prezent are două cauze majore – deficiențele la nivelul managementului în instituțiile de stat cu responsabilități în domeniu și lipsa de motivare a personalului de execuție, cu toate aspectele care decurg de aici. Guvernul ar putea analiza posibilitatea înființării unui consiliu privat, alcătuit dintr-un număr restrâns de consultanți români și străini, cu experiență dovedită la nivelul afacerilor care să urmărească stadiul atragerii de fonduri europene. Cea de-a doua cauză majoră a gradului redus de absorbție a fondurilor europene, lipsa de motivare a personalului de execuție, poate fi abordată prin acordarea unor sporuri salariale consistente, în paralel cu stabilirea unor ținte ambițioase dar realiste de creștere a gradului de absorbție a fondurilor europene. Ar trebui explorată posibilitatea angajării temporare de personal în instituțiile cu atribuții în atragerea de fonduri europene, având în vedere că procesul de absorbție este legat, de regulă, de un cadru financiar european multianual limitat în timp (2007-2013, 2014-2020 etc.).

**2. Crearea unei liste cu proiecte majore prioritizate în domeniul cercetării și dezvoltării agreeate de clasa politică** și care ar urma să fie finanțate din 3 surse: fonduri europene, fonduri de la bugetul național și fonduri private, atât interne cât și externe. Acest demers al guvernului României trebuie să vină în contextul în care Uniunea Europeană va pune un accent tot mai mare asupra activității de cercetare-dezvoltare în interiorul cadrului financiar multianual 2014-2020, după ce s-a constatat o rămânere în urmă a Europei față de principalii săi competitori la nivel global.

Proiecte precum ELI (*Extreme Light Infrastructure*) sau dezvoltarea Centrului de Cercetări Interdisciplinare Delta Dunării au o importanță strategică pentru România în susținerea economico-socială a zonelor unde vor fi construite precum și în dezvoltarea învățământului și cercetării. Oprirea exodului de personal spre alte țări (în special din afara Uniunii Europene) și atragerea de cercetători străini în România ar trebui să constituie priorități pentru guvern.

În acest context, atât guvernul cât și mediul privat de afaceri ar trebui să exploreze surse alternative de finanțare a activității de cercetare și dezvoltare precum folosirea Bursei de Valori pentru listarea unor proiecte inovative din domeniul cercetării sau prin utilizarea unor fonduri de tip *venture capital*. Guvernul ar trebui să exploreze posibilitatea investirii în proiecte dezvoltate în sectoare care pot genera export și finanțate într-un sistem 50% sector de stat/50% sector privat sau 75% sector de stat / 25% sector privat.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Propunerile de politici economice din cadrul paragrafului „Crearea unei liste cu proiecte majore în domeniul cercetării și dezvoltării agreeate de clasa politică” se bazează pe raportul „Prioritizarea politicilor Uniunii Europene prin prisma avantajelor produse de aceasta pentru România, în perspectiva participării la negocierile desfășurate în cadrul procesului de revizuire a bugetului comunitar”, autori Lazea V., Anghel L. și Biriș G., București, 2012.



**3. Crearea și implementare unei strategii guvernamentale pentru atragerea de investiții străine directe.** Reducerea îngrijorătoare a fluxurilor anuale de investiții străine directe de la 9,3 miliarde euro în anul 2008 la 1,8 miliarde euro în anul 2011, pe fondul crizei datoriilor suverane din zona euro, a turbulențelor politice interne și a perspectivelor slabe de creștere economică a României, face absolut necesară stabilirea unei agende clare, cu obiective realiste și termene de implementare, în direcția atragerii de noi investiții străine directe. Misiunile diplomatice și economice ale României din străinătate trebuie dimensionate conform noilor realități economice mondiale care arată perspective de creștere economică a Europei mult sub cele ale Asiei, Americii de Nord sau Americii de Sud.

Datele statistice ale Băncii Naționale a României și ale Institutului Național de Statistică arată că întreprinderile cu investiții străine directe au realizat 71,4% din totalul exporturilor și 62,6% din totalul importurilor României în anul 2011, fiind de o importanță deosebită în creșterea gradului de deschidere a economiei. Politicile guvernamentale ar trebui ținute în direcția atragerii de noi investiții străine directe în domenii cu potențial de export (precum industria prelucrătoare, agricultură, turism). Un al doilea palier de selecție ar trebui să fie orientarea spre acele domenii care înglobează un nivel înalt de tehnologie precum industria auto, serviciile IT&C, serviciile medicale, serviciile de arhitectură care realizează nu numai o impulsie a exporturilor dar și o diminuare a importurilor și implicit o îmbunătățire a soldului contului curent.

Strategia guvernamentală de atragere de noi investiții străine directe și de dezvoltare a celor existente ar trebui să cuprindă și o componentă de dezvoltare a infrastructurii rutiere și feroviare din zonele care ar putea fi ținta unor investiții sau care se bucură deja de investiții deja atrase. Reabilitarea căilor ferate pentru reducerea timpului de transport a mărfurilor (de exemplu a autoturismelor produse de Ford la Craiova sau de Dacia la Pitești), modernizarea portului Constanța sau a porturilor de la Dunăre, prioritizarea construcției de autostrăzi în regiunile care au atras (sau pot atrage) investiții străine directe trebuie să fie obiective de maximă importanță pentru guvern.

**4. Susținerea sectorului agricol intern în scopul creșterii randamentelor la hectar la nivelul mediei Uniunii Europene și creșterea exporturilor de produse agricole prelucrate.** Potențialul deosebit al agriculturii din România, o țară ce ar putea hrăni circa 80 de milioane de locuitori dacă randamentele la hectar ar converge la standardele europene iar suprafețele nelucrate s-ar reduce, este un lucru binecunoscut.

Guvernul ar trebui să instituie un mix de politici pentru comasarea terenurilor agricole bazat pe mai mulți piloni:

a) Acordarea de prime pentru cedarea terenurilor de către fermierii vârstnici. Existența unui proiect de lege în acest sens este benefică, dar acesta ar trebui modificat în sensul creșterii sumelor acordate pentru stimularea vânzării terenurilor.

b) Descurajarea nelucrării terenurilor agricole prin aplicarea pentru terenurile agricole nelucrate, proprietate a persoanelor fizice, a impozitului corespunzător terenurilor intravilane cu destinația curți-construcții. O astfel de sancțiune există și este aplicată din 2007, dar numai în cazul terenurilor deținute de persoane juridice.

O strategie coerentă de dezvoltare a agriculturii românești trebuie să cuprindă și un program de facilitare a investițiilor private în capacități de prelucrare a produselor agricole în cadrul industriei alimentare care să se dezvolte în mediul rural. Guvernul ar trebui să sprijine dezvoltarea infrastructurii de drumuri, apă și canalizare din mediul rural în acele sate care au capacitatea și doresc să plătească aceste servicii prin intermediul taxelor locale și direct (apă, canalizare). Mai departe, conform principiului bunelor practici, tot mai multe sate ar putea adopta această strategie care le poate permite atragerea de investiții private în industria alimentară.<sup>3</sup>

**5. Dezvoltarea turismului pentru îmbunătățirea balanței serviciilor în contul curent.** Performanța extrem de slabă a turismului din România care a înregistrat un deficit de 391 milioane euro în anul 2011 (0,3% din PIB) față de un excedent de 1,9 miliarde euro al Bulgariei (echivalentul a 4,9% din PIB) sau de 2,2 miliarde euro al Ungariei (2,2% din PIB) trebuie corectată prin politici publice bine ținute. În cadrul acestei politici economice vom propune șase direcții de acțiune a guvernului în domeniul turismului cum ar fi construcția de autostrăzi și modernizarea aeroporturilor din principalele zone turistice, ecologizarea zonelor turistice, creșterea calității serviciilor oferite, organizarea permanentă de conferințe, simpozioane, dezbateri internaționale sau evenimente sportive de genul galelor de box pentru titlul mondial sau finala Europa League în România, crearea unei rețele de parcuri tematice de distracție (de tipul Dracula Parc) și revitalizarea turismului de sănătate și întreținere și punerea din nou pe harta turismului a stațiunilor balneare din România.

**6. Îmbunătățirea imaginii României în fața investitorilor de pe piețele financiare internaționale (investitori de portofoliu) pentru ameliorarea**

---

<sup>3</sup> Propunerile de politici economice din cadrul paragrafului „Susținerea sectorului agricol intern în scopul creșterii randamentelor la hectar la nivelul mediei Uniunii Europene” se bazează pe raportul „Prioritizarea politicilor Uniunii Europene prin prisma avantajelor produse de aceasta pentru România, în perspectiva participării la negocierile desfășurate în cadrul procesului de revizuire a bugetului comunitar”, autori Lazea V., Anghel L. și Biriș G., București, 2012.

**percepției de risc de țară**, reducerea CDS-ului și accesarea unor împrumuturi externe mai ieftine. România trebuie să vină rapid cu un set de proiecte economice majore credibile (privatizări de succes, construcția unor autostrăzi (inclusiv în parteneriat public-privat), modernizarea unor aeroporturi, anunțarea unui mare investitor străin într-un domeniu cu potențial de export, semnarea unui contract cu un mare operator turistic european etc.) care să abată atenția investitorilor de la mediul politic spre cel economic.

O altă direcție de acțiune pentru îmbunătățirea imaginii României în fața investitorilor de pe piețele financiare internaționale și pentru dezvoltarea turismului de afaceri este includerea României pe harta organizării de conferințe financiare internaționale, cum ar fi conferințele Euromoney de tipul IIF sau Banca Mondială. Gama largă de participanți ar da României o vizibilitate excelentă prin intermediul canalelor internaționale de media.

O altă direcție de acțiune pentru creșterea vizibilității României pe plan internațional este un plan concret de aderare pe termen lung la Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OECD), pornind de la exemplul Poloniei, Cehiei, Slovaciei, Ungariei.

## **7. CONSIDERAȚII PRIVIND MOMENTUL ADERĂRII ROMÂNIEI LA ZONA EURO**

Așa cum arată și titlul prezentei lucrări, elementul central de analiză a fost cursul de schimb. În cadrul acestei analize autorii s-au concentrat inclusiv asupra elementelor care influențează direct sau indirect cursul de schimb sub toate formele acestuia de echilibru, real, nominal etc.

Conform celor prezentate în capitolele 2-5 ale prezentei lucrări s-au desprins o serie de aspecte de care România ar trebui să țină cont în procesul de aderare la zona euro. Deși lucrarea nu a avut ca scop analiza îndeplinirii celor cinci criterii nominale stabilite prin Tratatul de la Maastricht pe care statele membre trebuie să le respecte pentru a putea adera la zona euro, autorii pot prezenta câteva considerații privind momentul optim al aderării României la zona euro pe baza analizelor realizate în cadrul acestui studiu.

Probabil unele dintre cele mai dificile două criterii nominale de îndeplinit în cadrul procesului de aderare la zona euro le constituie cele referitoare la stabilitatea prețurilor și respectiv evoluția cursului de schimb. Considerațiile autorilor asupra acestor două criterii sunt determinate nu doar de dificultatea îndeplinirii lor ci și ca urmare a rezultatelor analizelor efectuate în cadrul acestui studiu, tema principală fiind mai apropiată de aceste două criterii.

Așa cum s-a arătat în prezenta lucrare, este ideal ca o țară să adere la zona euro în momentul în care aceasta este pregătită. O forțare a aderării mai rapide decât este cazul poate avea consecințe negative pe termen lung. Momentul intrării în Mecanismul Ratei de Schimb II (MRS II) trebuie, de asemenea, ales cu mare grijă, deoarece țara respectivă odata intrată se știe doar termenul minim de „testare” de doi ani, necunoscându-se însă termenul maxim care poate fi la extrem prelungit dacă economia nu îndeplinește și celelalte criterii nominale. În ceea ce privește cursul de schimb așa cum a fost arătat în capitolul 3 stabilirea parității centrale este esențială în condițiile în care nu se permite o devalorizare a parității centrale, iar dacă acest lucru se întâmplă se consideră ca o neîndeplinire a criteriului de aderare la zona euro și perioada de participare este automat extinsă și statul trebuie să amâne adoptarea euro cel puțin încă doi ani indiferent cât timp a participat deja la MRS II. Din acest motiv nici un stat care a aderat deja la zona euro nu a stabilit o paritate centrală sub cursul de schimb înregistrat pe piața la intrarea în MRS II. Ideal este ca perioada petrecută în MRS II să fie minimă (doi ani).

Fără a susține nici pe departe că a fost epuizat subiectul alegerii momentului oportun al aderării la zona euro a României, autorii consideră că România încă nu este pregătită din următoarele considerente (rezultate din analizele și calculele econometrice din cadrul prezentului studiu) să adere la zona euro:

### **1. Paritatea puterii de cumpărare – serviciile sunt aliniate doar într-o proporție de o treime cu prețurile din zona euro**

Conform modelului Parității Puterii de Cumpărare prezentat în lucrare se remarcă faptul că nivelul cursului real în formă absolută în România față de zona euro (care ar trebui să fie 1) a evoluat față de anul 2000 de la 0,24 la 0,36 în anul 2011. Nivelul a rămas relativ constant din 2000 până în anul 2004 când a crescut marginal doar până la 0,25. Adică în zona serviciilor suntem aliniați la prețurile din zona euro doar într-o proporție de 36% ceea ce sugerează ideea că urmează majorări de prețuri și tarife la servicii (multe administrate de către stat) care ar trebui efectuate înainte de aderarea la zona euro.

De remarcat faptul că la nivel total consum, cursul real conform parității puterii de cumpărare este doar la nivelul de 0,5 în anul 2011 față de 0,36 în anul 2004 fapt care ar necesita (extrapolare liniară) încă circa 8 ani pentru atingerea unui nivel de două treimi în procesul de aliniere la prețurile din zona euro, care ar putea fi considerat un relativ minim acceptabil de începere a aderării.

Este puțin probabil ca vulnerabilitatea aceasta să nu fie observată în perioada de „carantină” (în cadrul MRS II) a economiei, dar dacă nu-și fac simțită prezența inclusiv din motive de amânări de majorări de prețuri administrate pentru servicii ca să se treacă testul MRS II cu cât se amână mai mult cu atât corecțiile după aderare vor fi făcute de piață cu efecte negative asupra economiei.

## **2. Deficitul de cont curent este încă la un nivel ridicat**

Conform modelelor macroeconomice BEER testate rezultă că în top 3 factori de influență a varianței cursului de schimb se află deficitul de cont curent. Anual din România ies între 5 și 6 miliarde euro (după stabilizarea deficitului de cont curent și de balanță comercială după declanșarea crizei în jurul nivelului de 4-5% din produsul intern brut) ca urmare în principal a faptului că importăm mai mult decât exportăm. În noile condiții economice internaționale în care capitalul este mai rar și mai scump decât înainte de 2008, deficitul de cont curent și comercial trebuie finanțat din afara României.

Reducerea cu numai 4 puncte procentuale a nivelului deficitului de cont curent fundamental (excluzându-se factorii ciclici) de la 8% (în prima parte a anului 2008, înainte de începerea crizei) la circa 4% în 2012 s-a realizat în urma unor corecții masive în economia românească, fără precedent în ultimele două decenii. Prin urmare, reducerea în continuare cât mai aproape de zero ar putea evolua mult mai puțin rapid și neliniar ceea ce ar putea înjumătăți viteza de evoluție și va necesita, astfel, încă circa 6-8 ani, adică undeva la orizontul anilor 2018-2020 în condițiile în care se aplică și politici economice menite să reducă această dependență critică a economiei românești.

## **3. Economie mică cu un grad încă redus de deschidere, dar în evoluție**

Conform modelului BEER prezentat în studiu al doilea factor ca importanță pentru explicarea varianței cursului de schimb euro/leu îl reprezintă gradul de deschidere a economiei noastre. O variație cu 1% a creșterii gradului de deschidere a economiei românești (normal având în vedere nivelul redus de la care plecam) va influența raportul euro/leu cu circa 1%.

În condițiile menționate anterior de evitare a devalorizării parității centrale în cadrul MRS II, România trebuie să aibă timp necesar să crească gradul de deschidere a economiei odată cu care să se poată reduce și dimensiunea impactului asupra cursului de schimb. Având o economie mică și puțin deschisă în prezent și în viitor (în următorii 5 ani) orice variație a importurilor sau exporturilor poate produce dezechilibre (temporare) în piața valutară cu impact negativ.

## **4. Prima de risc – cel mai important determinant al volatilității valutare**

Conform modelului BEER prezentat de autori cel mai important factor determinant al varianței cursului de schimb îl reprezintă prima de risc solicitată de investitori pentru a finanța orice entitate din România. O variație cu 1% a primei de risc asociată României determină o variație de circa 2,5% a cursului de schimb. De departe dintre toate variabilele analizate în prezentul studiu, prima de risc este cea mai importantă ca impact pentru evoluția cursului de schimb.

Din nefericire pentru România, uneori chiar și fără vina noastră suntem influențați prin intermediul primei de risc de un context global care înrăutățește percepția investitorilor cu privire la zona euro, creșterea economiei globale, evoluția țărilor emergente, performanța țărilor din Europa Centrală și de Est sau chiar a vecinilor noștri precum Ungaria.

Prin urmare, este nevoie de mai mulți ani (2015 fiind prea apropiat) pentru stabilizarea economiei mondiale și europene, clarificarea componentei și direcției de dezvoltare a zonei euro în scopul reducerii fluctuației primei de risc asociată României. Prin aplicarea unor politici economice de dezvoltare durabilă a economiei se poate reduce prima de risc asociată oricărei entități din România cu efecte pozitive nu doar asupra cursului de schimb ci și asupra costului de finanțare atât pentru populație cât și pentru companii și instituții financiare sau de stat. În caz contrar, putem risca să forțăm intrarea în MRS II și să rămânem blocați o perioadă mai lungă decât ne dorim și nu din vina noastră sau din cauza unor evenimente pe care noi să nu le putem influența semnificativ.

#### **5. Stabilitate politică – evitarea perioadelor electorale în cursul MRS II**

Având în vedere că evoluția primei de risc la nivel comparativ cu alte state (în principal Germania) este influențată și de contextul dezbaterilor măsurilor politice din jurul perioadelor electorale este de dorit să se evite ce se poate evita la nivel intern. Așa cum am văzut multe aspecte ale primei de risc nu pot fi influențate de noi intern, însă stabilitatea politică și lipsa tensiunilor de pe scena politică ar putea ajuta la îmbunătățirea percepției de risc a investitorilor internaționali cu efecte benefice asupra economiei naționale. În plus, modificări majore de natura fiscală ar putea apărea în preajma perioadelor electorale, fapt care poate crea tensiuni sau incertitudini în rândul investitorilor/finanțatorilor internaționali cu implicații și asupra cursului valutar.

Este firesc în orice stat să existe dezbateri mai mult sau mai puțin aprinse în anii electorali fapt care poate crea așteptări mai mult sau mai puțin false pentru investitorii internaționali, mulți nefiind prezenți fizic în țară și care își bazează deciziile doar pe surse media distribuite la nivel internațional. Aceasta uneori generează o percepție mai mult sau mai puțin clară asupra României, dar cu siguranță crește gradul de incertitudine și implicit sporește probabilitatea ca prima de risc să crească sau să rămână înaltă în condițiile în care poate pentru alte țări precum Germania să scadă conducând în final în valoare relativă tot la o creștere a aversiunii față de riscul asociat României. În tabelul următor se observă anii electorali în perioada ce urmează:

**Tabelul nr. 7.1.** Perioadele electorale în România pentru următorii ani

Alegeri	Anul
Locale, Parlamentare	2012, 2016, 2020
Prezidențiale	2014, 2019, 2024
Europarlamentare	2014, 2019, 2024

Prin urmare, dacă am încerca să minimizăm perioada de incertitudine în condițiile în care România ar intra în MRS II și ar sta perioada minimă de circa 2 ani, atunci numărul cel mai mic de alegeri ar fi în perioada 2017-2020. Această perioadă este mai bună pentru încercarea de intrare în MRS II decât 2014-2016, deoarece economia ar mai avea nevoie de timp, conform celor prezentate la punctele 1-4 anterior, pentru o mai bună stabilizare și desigur încheierea cu succes a unei perioade cât mai scurte petrecute în MRS II.

Prin aderarea la Uniunea Europeană, România are obligația să adopte moneda unică europeană. În prezent România beneficiază de o excepție care poate fi interpretată ca o amânare temporară. În viitor este posibil ca deciziile adoptate în cadrul Uniunii Europene să fie agreate inițial de către țările care utilizează moneda unică europeană, ceea ce va oferi un avantaj strategic zonei euro. Lipsa participării României în cadrul acestui grup select de țări care vor lua decizii în UE ar trebui evitată. Prin urmare este de dorit ca România să adopte cât mai repede moneda euro, dar la momentul când și economia reală este pregătită.

În concluzie, autorii consideră pe baza unei analize sumare, care nu are pretenția că a parcurs suficiente etape de analiză detaliată, dar care are la bază modelele econometrice folosite pentru prezentul studiu în încercarea de a evalua cursul de echilibru al monedei naționale, că o potențială perioadă optimă de intrare în MRS II ar fi undeva la orizontul anilor 2017-2020, în condițiile implementării unor politici economice în scopul reducerii vulnerabilităților prezentate anterior de autori.

## 8. CONCLUZII

Rezultatele estimării cursului de echilibru prin metodele BEER și FEER sunt descrise în tabelul nr. 8.1. Toate valorile sunt exprimate ca deviații procentuale de la proiecțiile medii considerate în cadrul modelelor estimate pentru anii 2012 și 2013. Pentru anul 2012 deviația cursului de schimb de la echilibru este estimată la valori situate în intervalul (-3,2%; 1,6%), în timp ce pentru anul 2013 valorile estimate sunt cuprinse în intervalul (-3,6%; 1,4%). Aceste deviații sunt calculate față de valorile cursului nominal de schimb cu care s-a prelungit seria istorică în cadrul estimărilor econometrice. Deviațiile pozitive indică faptul că valoarea de echilibru estimată a cursului de schimb se situează sub prognoza

luată în calcul în cadrul modelelor în timp ce deviațiile negative indică faptul că valoarea de echilibru estimată a cursului de schimb se situează peste prognoza luată în calcul în cadrul modelelor.

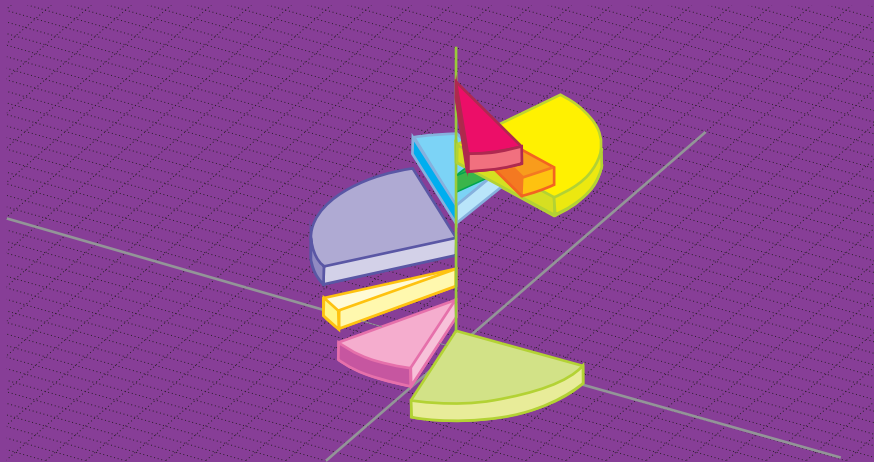
**Tabelul nr. 8.1.** Rezultatele estimării cursului de schimb de echilibru prin metodele BEER și FEER

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
BEER1	-3.17%	-2.26%
BEER2	-1.81%	-0.68%
BEER3	0.23%	1.35%
BEER4	-1.36%	-1.58%
BEER – medie ponderată	-1.59%	-0.68%
BEER – medie simplă	-1.59%	-0.68%
FEER1	1.59%	-1.58%
FEER2	-0.45%	-3.61%

Notă: Semnul (-) / (+) denotă supraevaluare/subevaluare.

BEER1 – Cont de capital, raportul de schimb; BEER2 – Contul curent, raportul de schimb; BEER3 – prima de risc, raportul de schimb; BEER4 – gradul de deschidere comercială, ponderea ISD-urilor în PIB; FEER1 – modelul FEER cu norma de cont determinată pornind de la o țintă a ponderii activelor externe nete în PIB de -53%; FEER2 – modelul FEER cu norma de cont de -4% (pondere în PIB).





„Unitate prin diversitate” este motto-ul UE, iar apartenența României la acest club este o imensă oportunitate, care impune însă adoptarea de măsuri concrete pentru a demonstra că acesta nu reprezintă doar un slogan. Contextul specific românesc trebuie adaptat așadar principiilor europene, dezvoltarea durabilă fiind unul dintre ele. Urmărirea constantă a liniilor acestui concept asigură premisele unei creșteri economice sustenabile, într-o societate globalizată care ne pune în fața a multiple provocări.

„Îmbunătățirea capacității instituționale, de evaluare și formulare de politici macroeconomice în domeniul convergenței economice cu UE a Comisiei Naționale de Prognoză” este un proiect european care, prin implementarea și derularea sa, își va aduce contribuția la acest deziderat.

Programul Operațional „Dezvoltarea Capacității Administrative”

Proiect: „Îmbunătățirea capacității instituționale, de evaluare și formulare de politici macroeconomice în domeniul convergenței economice cu UE a Comisiei Naționale de Prognoză”, cod SMIS 27153

Editorul materialului: Editura Economică  
Data publicării: decembrie 2012

„Conținutul acestui material nu reprezintă în mod obligatoriu poziția oficială a Uniunii Europene sau a Guvernului României.”