A C A D E M I A R O M Â N Ă

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

Implicațiile crizei financiare asupra adoptării euro, în condițiile convergenței economice. Cazul României

Sanda Mihăițeanu

Bucureşti
2014

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
Bucureşti, Calea 13 Septembrie, Nr.13, Sector 5

CUPRINS

Introducere 3

1. Indeplinirea criteriilor de convergență nominală şi considerații privind instabilitatea financiară 6

2. Analiza principalilor factori de fragilitate financiară în economia românească, din perspectiva convergenței economice 14

2.1. Valorile indicatorilor din tabloul de bord european corespunzători României..... 14

2.2. Poziția actuală a economiei româneşti în Uniunea Europeană 15

2.3. Caracteristicile fragilității financiare a economiei româneşti 17

3. Proiecție privind parcursul României în direcția adoptării monedei euro 31

4. Concluzii 40

Bibliografie 44

IMPLICAȚIILE CRIZEI FINANCIARE ASUPRA ADOPTĂRII EURO, ÎN CONDIȚIILE CONVERGENȚEI ECONOMICE. CAZUL ROMÂNIEI

SANDA MIHĂIȚEANU[1]

Abstract: *An overview of the crisis manifested in Romania, but also in other European countries, proves multiple repercussions of a flawed and lacking of prudence lending policy. The complex mechanism of indebtedness propagation by multiple channels, including those financialisated, affected also borrowers, lenders and financial intermediaries, with visible and less predictable implications on the economy, prior to the crisis outset. In these circumstances, the economic convergence process of the implicated countries consisted of tough requirements limiting the internal imbalances or asymmetries. In the following, we detail the specific situation of our country, Romania.*

Keywords: *Eurozone, macroeconomic evolution, economic strategy.*

JEL: *F36; F62; G01*

Introducere

"Zona euro e cu mult mai puternică decât se crede. Iar când se vorbeşte despre fragilitatea zonei euro, se subestimează capitalul politic care este investit în acest proiect".

Mario Draghi,
Londra, iulie 2013

O vedere generală asupra crizei manifestate în România, dar şi în alte ţări europene, probează repercusiunea unei politici de creditare eronate şi lipsite de prudenţialitate. Mecanismul complex al propagării îndatorării prin canale financiarizate a inclus şi afectat debitori, creditori, intermediari financiari, cu implicaţii vizibile şi puţin predictibile înainte de izbucnirea crizei, asupra economiei. În aceste condiţii, ţările aflate în proces de convergenţă s-au văzut puse în faţa unor cerinţe dure de limitare a dezechilibrelor sau asimetriilor interne. În cele cu urmează, detaliem situaţia specifică ţării noastre.

[1] Institutul Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu" al Academiei Române, Institutul Bancar Român.

În lucrarea de faţă, analiza îndeplinirii criteriilor de convergenţă nominală a fost dedicată exclusiv României. O vedere generală asupra efectelor crizei manifestate în ţara noastră probează repercusiunea unei politici de creditare (în sensul identificat de Minsky) eronate şi lipsite de prudenţialitate. Mecanismul complex al propagării îndatorării a inclus şi afectat deopotrivă debitori, creditori, intermediari financiari, cu implicaţii vizibile asupra economiei româneşti. Aceasta înregistrează în prezent un procent de credite neperformante de circa 22% din totalul creditelor acordate. Alţi factori identificaţi ca generatori de instabilitate sunt: scăderea preţurilor bunurilor imobiliare, atitudinea politică de susţinere a unor plăţi de transfer prea mari pentru capacitatea bugetului României, creşterea numărului falimentelor comerciale, acumularea de arierate, scăderea masivă a investiţiilor străine directe, competitivitatea redusă a economiei româneşti etc. În acest context, deşi trecerea la moneda euro face parte din obligaţiile asumate de România la intrarea în UE, provocările şi obstacolele de care economia românească trebuie să treacă fără a-şi dezechilibra subsistemele componente fac din acest deziderat o misiune grea, din cauza unor importante disparităţi de tip real cu care se confruntă România. Astfel, determinările matematice efectuate arată faptul că, procesul de convergenţă reală a României cu UEM - din punctul de vedere al egalării nivelurilor produsului intern brut (PIB) pe cap de locuitor exprimat la standardul puterii de cumpărare - se va realiza aproximativ în 14 ani, dacă ritmul mediu anual de creştere este acelaşi cu cel calculat pentru perioada analizată (2002-2012), adică în jurul anului 2026.

Ca date utilizate la analize, am apelat la seriile de indicatori statistici de la Eurostat, Institutul Naţional de Statistică şi Banca Naţională a României. În scopul realizării comparaţiilor inter-ţări, am întâmpinat unele dificultăţi legate de construirea unor anumite serii de date anuale/trimestriale pentru ţări membre UEM, întrucât nu sunt date disponibile pentru toate ţările sau perioadele. Bazele de date statistice internaţionale nu includ o serie de indicatori financiari şi ai economiei reale necesari analizelor, care ar putea explica variaţia evoluţiei PIB între diferite state (de exemplu, referitori la preţul locuinţelor). Ca urmare, a fost necesară colectarea unor date deja prelucrate de pe site-urile instituţiilor economice/monetare naţionale sau din alte publicaţii şi considerarea lor drept surse. De asemenea, unii dintre indicatorii disponibili din surse oficiale au un orizont de timp redus. Metodologia utilizată, de tip empiric, a avut la bază urmărirea teoriei existente a instabilităţii financiare, verificarea încadrării în indicatorii obligatorii de convergenţă nominală la nivel european şi în România precum şi în cei prevăzuţi în tabloul macroeconomic de evidenţiere a dezechilibrelor economice fixaţi de către organismele de reglementare europene, inclusiv determinarea modului în care aspectele teoretice proprii instabilităţii financiare se confirmă sau nu în România. În analiză am folosit indicatori de convergenţă şi corelaţii simple, iar pentru calcularea acestora am utilizat soft-ul econometric Eviews şi pachetul de

analiză statistică din Microsoft Office Excel 2007. Ca instrumente de lucru specifice analizei, am utilizat grafice, ecuaţii liniare, calcul de indici anuali de creştere şi logaritmare.

Contribuţiile legate de tema aleasă au vizat: determinarea concretă a unor perioade (estimate) de realizare a convergenţei României cu media UEM şi cu media UE, în funcţie de doi indicatori relevanţi ai economiei reale: PIB per capita exprimat în Paritatea Puterii de Cumpărare (PPP) şi PIB real per capita exprimat în euro. Prin considerarea diferitelor rate anuale de creştere (schimbări procentuale faţă de anul precedent) ale acestor indicatori, am determinat ritmuri medii anuale diferite de creştere pe o perioadă de opt ani, care, la rândul lor, evaluează (prin logaritmare) timpul necesar convergenţei.

Lucrarea debutează cu evidenţierea stadiului actual al îndeplinirii fiecărui criteriu de convergenţă nominală şi analizarea predispoziţiei către instabilitate a evoluţiei acestora. Concluzia arată o sensibilitate sporită în cadrul categoriilor economice ale inflaţiei şi ratelor dobânzilor pe termen lung. Urmează apoi o analiză a principalilor factori de fragilitate financiară care se manifestă în economia românească, din perspectiva realizării convergenţei economice. Sunt cuantificate valorile concrete ale indicatorilor din tabloul de bord european, fiind analizată astfel poziţia actuală a economiei în Uniunea Europeană, rezultând caracteristicile clare ale fragilităţii economico-financiare româneşti şi zonele în care acestea au acţionat. Ultima parte a lucrării proiectează un posibil parcurs al ţării noastre, în direcţia adoptării monedei euro. Utilizând indicatorul economic exprimat prin PIB real, calculul logaritmic utilizat concluzionează că este necesar, de exemplu, un interval de circa 14 ani pentru ca România să egaleze nivelul PIB per capita exprimat în PPP, dacă ritmul mediu anual de creştere românesc va rămâne constant la valoarea de 5,41%.

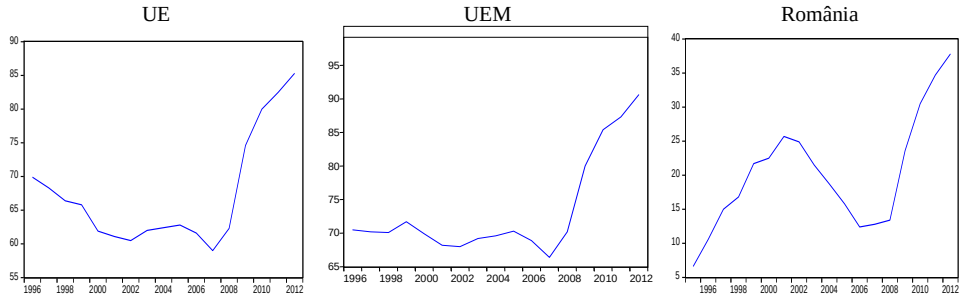
Consider că cercetările incluse în această lucrare contribuie la clarificarea principalilor factori de fragilitate financiară din economia românească, la conturarea unei imagini de ansamblu a efectelor crizei financiare după cinci ani de turbulenţe economice, precum şi la înţelegerea necesităţii completării criteriilor de convergenţă şi îndeplinirii acestora, în vederea integrării în zona euro. Precizăm din nou importanţa dezvoltărilor ulterioare pe fiecare criteriu nominal de convergenţă în parte, viziunea de ansamblu fiind utilă, dar nu suficientă. Datorită importanţei şi actualităţii tematicii abordate, analizele prezintă utilitate nu numai pe planul dezbaterilor, ci şi pe planul îmbunătăţirii practicii economice care să permită diminuarea efectelor crizei şi, mai ales, reducerea vulnerabilităţii economiilor naţionale în faţa şocurilor externe. Acest demers credem că este crucial în realizarea unei creşteri şi dezvoltări economice sustenabile.

1. Indeplinirea criteriilor de convergență nominală şi considerații privind instabilitatea financiară

Rezultatele înregistrate pe baza principiilor stabilite la Maastricht au fost următoarele:

a) Referitor la criteriul ponderii *datoriei publice în PIB*, față de valoarea maxim admisibilă (60%), încadrarea s-a menținut, *tendința fiind de creştere*, de la 12,8% din PIB în 2007 la 34,8% în 2013. România prezintă deocamdată o încadrare satisfăcătoare în cerința nominală (figura 1), fără riscuri asociate imediate. Totuşi, ritmul alert de creştere al datoriei publice româneşti rămâne îngrijorător.

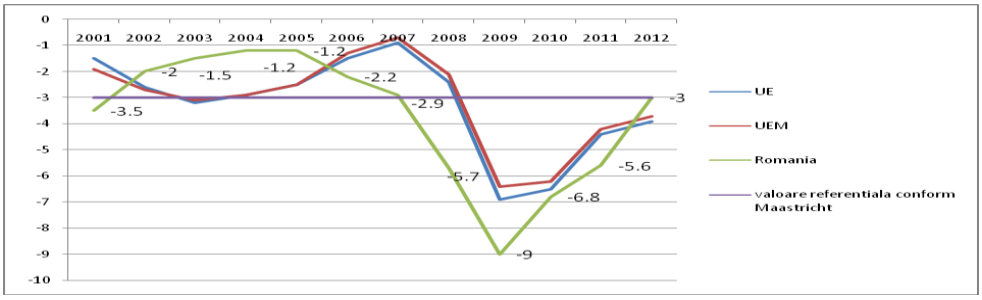
Fig. 1. Evoluția ponderii datoriei publice în PIB (%)



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014.

b) Referitor la criteriul ponderii *deficitului public în PIB*, față de valoarea limită admisibilă (-3%), România prezintă în ultimii 12 ani un traseu contradictoriu (ascendent/descendent), conform figurii 2.

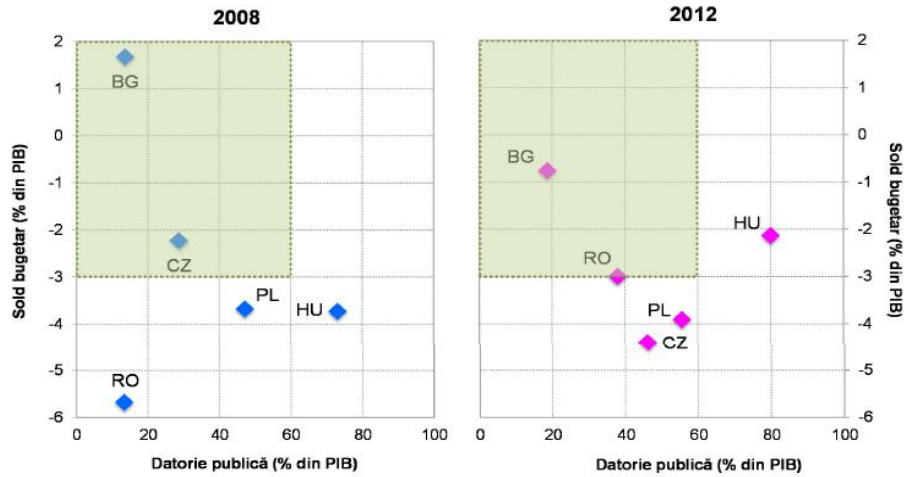
Fig. 2. Evoluția ponderii deficitului public în produsul intern brut comparativ cu nivelul impus de Tratatul de la Maastricht – România (date marcate) versus UE şi UEM (%)



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014.

Constatăm faptul că, deşi între anii 2001-2007 s-au înregistrat valori conforme cu cerințele Tratatului, în perioada declanşării şi manifestării efectelor crizei financiare internaționale (2007-2009) scăderea a ajuns până la -9%. Ulterior, România a recuperat treptat (între 2009 şi 2012) diferența față de UE şi UEM, valoarea statistică de -3% înregistrată în anul 2012 *scoțând România din procedura de deficit excesiv*, comparativ cu alte țări europene din zona emergentă a UEM (figura 3).

Figura 3 – Prezentare comparativă a poziției unor țări emergente față de zona de deficit excesiv

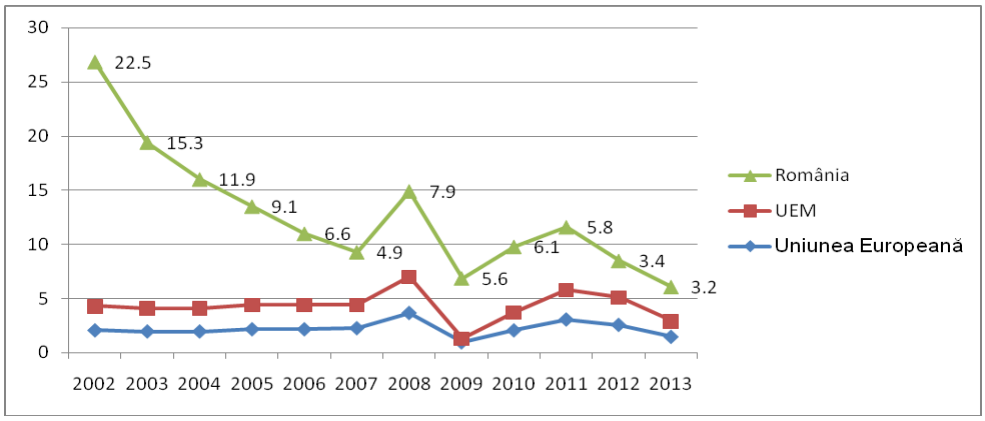


Sursa: Isărescu M., 2013, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

Cu toate acestea, România se află în continuare pe o poziție fragilă, ambele elemente din care rezultă soldul bugetar (venituri şi cheltuieli) fiind sensibile la şocuri. Nerealizarea veniturilor bugetare prognozate, depăşirea cheltuielilor prevăzute, variațiile pe segmentele consumului intern, eventualele efecte de evicțiune colaterale produse de o politică fiscală cu grad mare de expansionism pot determina ieşirea rapidă a acestora din limitele prevăzute şi neîncadrarea în criteriul maastrichtian în anul următor.

c) Referitor la *criteriul inflației*, România a fost, timp de 12 ani (2002-2013), în *dificultate* (figura 4):

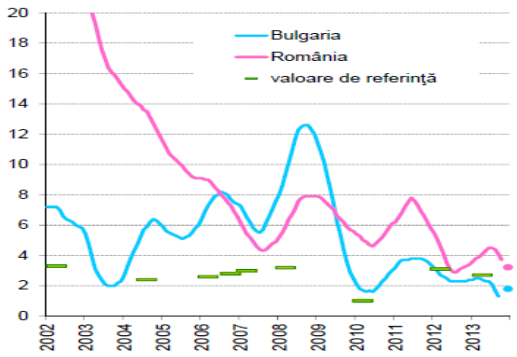
Fig. 4. *Evoluția ratei anuale a inflației IAPC (%) – România (date marcate) versus UE și UEM*



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014.

Chiar dacă eforturile BNR de țintire a inflației au fost direcționate spre politici monetare controlate, *valorile înregistrate în 2012 și 2013 sunt încă în afara valorii anuale de referință calculate la nivel european* (figura 5, comparativ cu Bulgaria).

Fig. 5. Evoluția indicelui armonizat al prețurilor de consum – România și Bulgaria, față de valoarea de referință anuală (%)



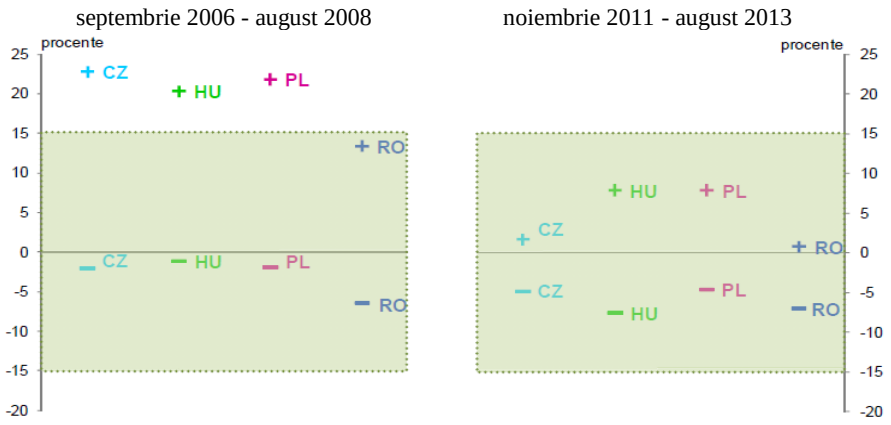
Sursa: BNR, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

La acest indicator de convergență, principalii factori care potențează acumularea de riscuri în România derivă din: problemele de ordin structural pe care le are încă economia românească, dependența de importuri în sectoare de importanță majoră (care provoacă și înlesnește așa-numitul „import de inflație"), existența, în zone extinse, a unei economii

neconcurențiale, la care se adaugă economia subterană masivă şi evaziunea fiscală mare din agricultură şi din domeniul serviciilor. O atenție mare în ceea ce privește analiza indicelui inflației trebuie acordată *structurii consumului* luat în calcul.

d) Referitor la criteriul ratei de schimb a monedei naționale**,** *leul nu face parte în prezent din mecanismul cursurilor de schimb (ERM II)* aplicabil statelor membre UE care trebuie să adere la UEM. Cu toate acestea, cursul de schimb ron/euro se încadrează statistic (începând cu noiembrie 2011) în marjele de fluctuație prevăzute, comparativ şi cu alte state emergente zonei euro (figura 6).

Fig. 6. Încadrarea țărilor emergente zonei euro în marjele ERM II



„+"/„-" deviația maximă, exprimată în procente, în sens ascendent/descendent, a cursului de schimb bilateral față de euro, în intervalul menționat, comparativ cu media înregistrată în august 2006/octombrie 2011, pe baza datelor zilnice.

Sursa: Isărescu M., 2014, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

Analizăm perioada cuprinsă între cele două grafice prezentate (august 2008-noiembrie 2011), întrucât în acest interval s-a manifestat un fenomen tipic pentru o perioadă economic instabilă, premisele fiind următoarele:

Înainte de criza financiară, economia românească a fost invadată practic de capitaluri străine. În anul 2008, pasivele externe erau de circa 6,5 ori mai mari decât în 2004. Datoria externă a sectorului privat a crescut de aproape patru ori, de la 12% din PIB la 45,5%. Chiar dacă economia creştea, în medie, cu cca 5% pe an, situația contului curent se deteriorase, deficitul acestuia crescând de la 8,4% din PIB în 2004 la 12,3% în 2008. Rezerva valutară a BNR crescuse de la 6,3 miliarde euro la cca 26 miliarde euro, leul s-a apreciat

cu peste 24%, de la 4,1 lei/euro în ianuarie 2004 la 3,1 lei/euro în iulie 2007. Acest fapt a determinat stimularea creditării în lei şi valută, intermedierea financiară crescând de la 16,5% din PIB la cca 40% din PIB. Reversul medaliei a fost faptul că băncile au devenit dependente de finanțarea externă, ponderea pasivelor externe ale băncilor în total active crescând de la 7% la 13%.

În acest context, a intervenit momentul octombrie 2008. În intervalul 30 septembrie - 6 octombrie 2008, leul românesc s-a depreciat de la 3,73 lei/euro la 3,94 lei/euro (depreciere cumulată de 5,63% în termeni nominali, circa 1,35% zilnic). Această volatilitate mare a ratei cursului de schimb a fost urmată de vânzări importante de valută de către BNR. În intervalul 6-30 octombrie 2008, banca centrală a vândut aproximativ 3,6% din totalul rezervelor valutare românești. Ca urmare, leul a început să se reaprecieze. Un al treilea fapt care trebuie precizat este acela că rata dobânzii pe piața monetară s-a abătut de la media perioadei 2005-2010 cu peste trei deviații standard în 14 zile consecutive de tranzacționare (17 octombrie - 5 noiembrie 2008)[2].

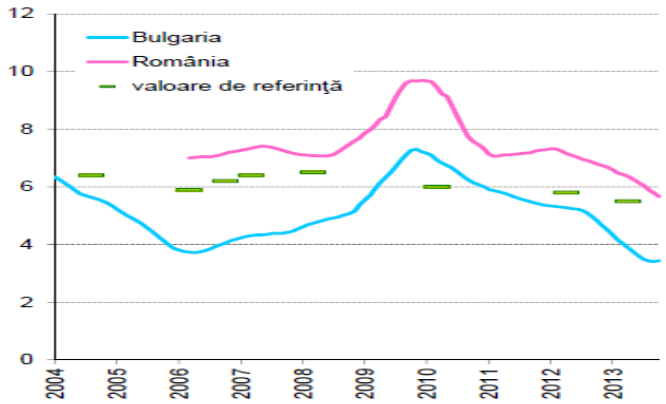
Au existat multiple analize referitoare la atacul speculativ din octombrie 2008, legate atât de logica speculatorilor, cât şi de intervenționismul BNR. Ceea ce este important de subliniat este faptul că acest atac speculativ a oferit elemente noi pentru studiul de caz al României şi asupra rolului jucat de gradul de lichiditate în apariția volatilității ratei dobânzii în condiții de incertitudine.

e) Referitor la criteriul de *convergență al ratelor dobânzilor* la împrumuturile pe termen lung, trebuie menționat că acesta utilizează o metodologie implementată de Banca Centrală Europeană şi Comisia Europeană. Ratele sunt calculate pe baza obligațiunilor de stat pe termen lung sau a unor titluri comparabile, ținând seama de diferențele existente în definițiile naționale ale fiecărei țări din UEM (ca medie aritmetică a dobânzilor pe parcursul ultimelor 12 luni). Conceptul referitor la „state membre cu cele mai bune rezultate" este aplicat prin calcularea mediei aritmetice neponderate a ratelor dobânzilor pe termen lung ale aceloraşi trei state membre incluse în calculul valorii de referință pentru criteriul stabilității prețurilor. Evoluția înregistrată de acest indicator pentru România, în perioada 2007-2012 (figura 21), arată o situație sistematic *în afara exigențelor Tratatului,* inclusiv prin raportare la Bulgaria. Ca elemente asociate de influență, cursul de schimb volatil şi eforturile BNR de a ține inflația sub

[2] Croitoru, L., *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*, Ed. Curtea Veche, 2012, p. 93.

control au condus la creşterea diferenţei dintre valoarea naţională a ratei dobânzii pe termen lung şi media europeană. Conform datelor înregistrate (figura 7), România s-a împrumutat în 2012 şi 2013 la costuri cu circa 15% mai mari decât dobânda de referinţă calculată la nivel european.

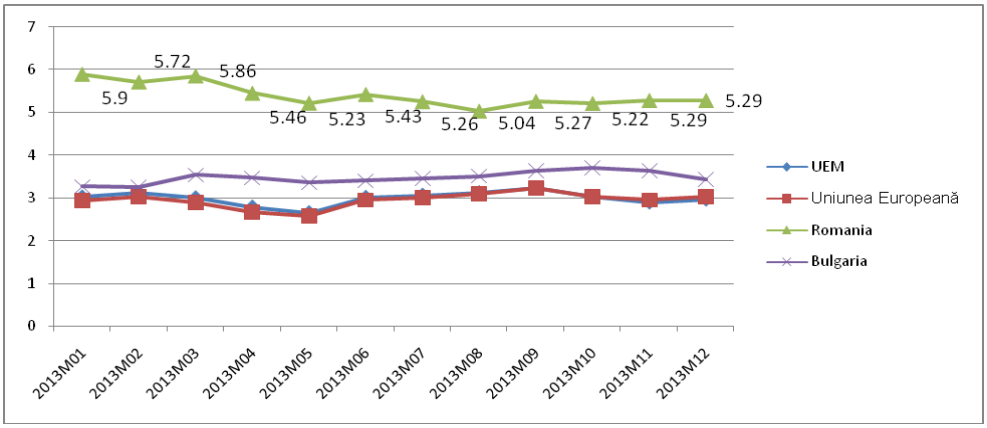
Fig. 7 Evoluţia ratelor dobânzilor pe termen lung (medii anuale %) – România şi Bulgaria faţă de valoarea de referinţă anuală



Sursa: BNR, online pe pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

Evoluţia ratelor nominale ale dobânzilor la obligaţiunile guvernamentale pe termen lung în anul 2013 este redată în figura 8.

Fig. 8 – Evoluţia ratelor nominale ale dobânzilor la obligaţiunile guvernamentale pe termen lung în anul 2013 (%) – poziţia României şi Bulgariei faţă de UE şi UEM



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014

Cum economia reală este influențată atât de ratele dobânzilor pe termen mediu şi lung practicate de băncile comerciale (pentru depozitele atrase sau pentru creditele acordate clienților acestora), cât şi de împrumuturile luate de stat pentru finanțarea economiei (din punctul de vedere al costurilor derivate), credem că o analiză mai amănunțită se impune. Nivelul dobânzilor practicate de băncile comerciale depinde atât de cel al *ratei dobânzii de politică monetară* (România având o lungă perioadă de timp cea mai mare rată a dobânzii de politică monetară din UE), cât şi de un număr de *alți factori subiectivi importanți*, cu potențial fragilizant (aşteptările privind inflația, perspectivele privind creşterea economică sau chiar hotărâri luate în afara granițelor, în cazul țărilor cu pondere mare a capitalului străin în activul net agregat bancar, cum este cazul României – 89,8%[3] etc.), şi este hotărâtor pentru deciziile de investiții, consum sau economisire.

În ceea ce priveşte rata dobânzilor la obligațiunile pe termen lung emise de stat, motivele provocatoare de dezechilibre macroeconomice se pot delimita din sfera analizei predictive. De exemplu, urmărind evoluția ratelor de dobândă pe termen lung din ultima perioadă, se observă următorul fapt: începând cu mijlocul lunii decembrie 2012, asistăm la o scădere a randamentelor oferite de titlurile de stat cu scadențe de 1, 3, 5 şi 10 ani. Dacă analizăm emisiunea de obligațiuni de stat pe zece ani, realizată de Ministerul Finanțelor în data de 24 ianuarie 2013[4], de exemplu, aceasta a avut un randament mediu de 5,71% p.a. Această scădere față de valorile anilor anteriori aduce însă un fapt pe care îl apreciem ca negativ. De exemplu, în data de 25 ianuarie 2013, a existat o curbă inversată a ratelor dobânzii, adică randamentele la obligațiunile de stat au fost mai mici decât ratele de dobândă interbancare pe termen scurt, de exemplu, ROBOR la o luna (5,96%). Cu alte cuvinte, a fost mai scump împrumutul pe termene foarte scurte şi scurte decât împrumutul pe termen mediu şi lung. Apreciem că acest fapt poate fi, în timp, un pericol pentru economie. În condiții obişnuite de piață, ar trebui să avem o curbă normală a ratelor dobânzii. Dacă ratele de dobândă pe termen mediu şi lung sunt mai mult influențate de aşteptările inflaționiste sau deflaționiste, ratele de dobândă pe termen scurt şi foarte scurt sunt controlate de BNR, prin deciziile de politică monetară pe care le ia periodic. Întrucât am asistat la o scădere a randamentelor oferite de titlurile de stat cu scadențe pe termen lung,

[3] La data de 31.12.2012, conform BNR, *Raport anual 2012*, publicat în data de 28 iunie 2013.

[4] Conform Comunicatului oficial al Ministerului Finanțelor Publice şi Băncii Naționale a României, 24 ianuarie 2013.

putem concluziona că aşteptările inflaționiste din piață au fost mult timp moderate. Scăderea ratelor dobânzii pe termen lung poate stimula cererea agregată, dar nivelul producției, deşi este de aşteptat să crească, este la fel de posibil să rămână sub potențial. În acest caz, inflația va rămâne la un nivel redus. Desigur că încadrarea în criteriile stabilite la Maastricht este esențială pentru accesul României în zona euro. Dar aplatizarea curbei randamentelor la niveluri reduse nu lasă suficient loc pentru ca, în viitor, randamentele să mai poată scădea, astfel încât investitorii să poată realiza totuşi câştiguri de capital, iar aceştia nu vor mai dori, poate, extinderea maturităților pe termene medii sau lungi, deci se poate manifesta riscul ca România să se poată afla la un moment dat în fața unei penurii de finanțare.

Cercetări esențiale din perspectiva încadrării în criteriile de convergență nominală stabilite la Maastricht au fost realizate periodic sub egida Băncii Naționale a României (Isărescu 2013, 2014). Sintetic, situația actuală a României este prezentată în tabelul 1, cu îndeplinirea a numai trei criterii din cele cinci obligatorii.

Tabelul 1

Stadiul îndeplinirii de către România a criteriilor de convergență nominală de la Maastricht (oct. 2013)

Indicatorii de convergenţă nominală	**Criteriile de la Maastricht**	**România**	**Diferenţă faţă de criteriu**
Rata inflaţiei (IAPC) (procente, medie anuală)	<1,5 pp peste 0,5%* (media celor mai performanţi 3 membri UE)	**3,7** (octombrie 2013)	**+1,7pp**
Ratele dobânzilor pe termen lung (procente, medie anuală)	<2 pp peste 3,1%* (media celor mai performanţi 3 membri UE din perspectiva stabilităţii preţurilor)	**5,7** (octombrie 2013)	**+0,6pp**
Cursul de schimb faţă de euro** (apreciere(+)/depreciere (-) procentuală)	±15 procente	**1,5 / -6,3**	✓
Deficitul bugetului consolidat*** (procente în PIB)	sub 3 la sută	**3,0**	✓
Datoria publică*** (procente în PIB)	sub 60 la sută	**37,9**	✓

* Referință octombrie 2013; **conform BNR; ***conform BNR şi Eurostat, online pe file:///C:/Documents%20and%20Settings/Roxana%20Budiu_2/My%20Documents/Downloads/R20131211Guv.pdf

Cea mai gravă zonă de depăşire se înregistrează în zona inflației, unde devansarea referențialului permis este însemnată (1,7 puncte procentuale).

2. Analiza principalilor factori de fragilitate financiară în economia românească, din perspectiva convergenței economice

2.1. Valorile indicatorilor din tabloul de bord european corespunzători României

Încadrarea economiei româneşti în matricea tabloului de bord construită la nivelul UE, în anii 2011 şi 2012, este următoarea (tabelul 2):

Tabelul 2

Evoluția indicatorilor din tabloul de bord european – România

	Sold cont curent	**Poziție internațională investițională netă**	**Curs real de schimb (pe baza IAPC)**	**Cotă de piață exporturi de bunuri şi servicii**	**Cost unitar nominal al forței de muncă**	**Indice prețuri locuințe**	**Datorie sector privat**	**Creditare sector privat (flux)**	**Datorie sector public**	**Rată şomaj**	**Pasive sector financiar**
	% PIB mediu pe 3 ani	% din PIB	variație % pe 3 ani	variație % pe 5 ani	variație % pe 3 ani	variație % anual	% din PIB	% din PIB	% din PIB	% medie pe 3 ani	Variație % pe 1 an
	-4%/+6 % din PIB	-35% din PIB	±5%(UEM), ±11%(non-UEM)	-6%	+9% UEM, +12%(non-UEM)	6%	133% din PIB	15% din PIB	60% din PIB	10%	16, 5%
2011	**-4, 5**	**-64, 2**	-3, 3	23, 2	-6, 4	-17, 7	74, 0	2, 3	34, 7	7, 2	4, 3
2012	**-4, 4**	**-67, 9**	-1, 9	5, 9	4, 8	-9, 2	72, 9	0, 9	37, 9	7, 2	5, 3

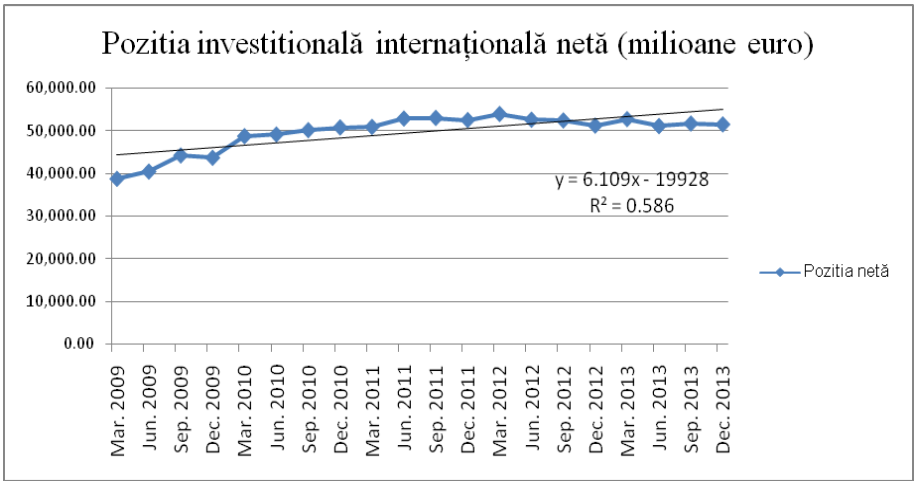
Prelucrare proprie după date actualizate, decembrie 2013, Eurostat, BNR.

Indicatorii nu se încadrează în referențiale.

Constatăm următoarele:

- *Poziția internațională investițională netă* este indicatorul situat cu mult în afara unei zone de confort. Deşi evoluția soldului net a fost crescătoare (conform figurii 9), ajustarea până la valorile impuse de tablou se poate realiza numai într-un interval de timp mediu sau lung, prin măsuri complexe aparținând sferei politicilor comerciale şi monetare (măsuri susținute de stimulare a exporturilor pe termene medii şi lungi, limitarea investițiilor străine cu grad mare de volatilitate etc.).

Fig. 9. Evoluția poziției internaționale investiționale nete – România



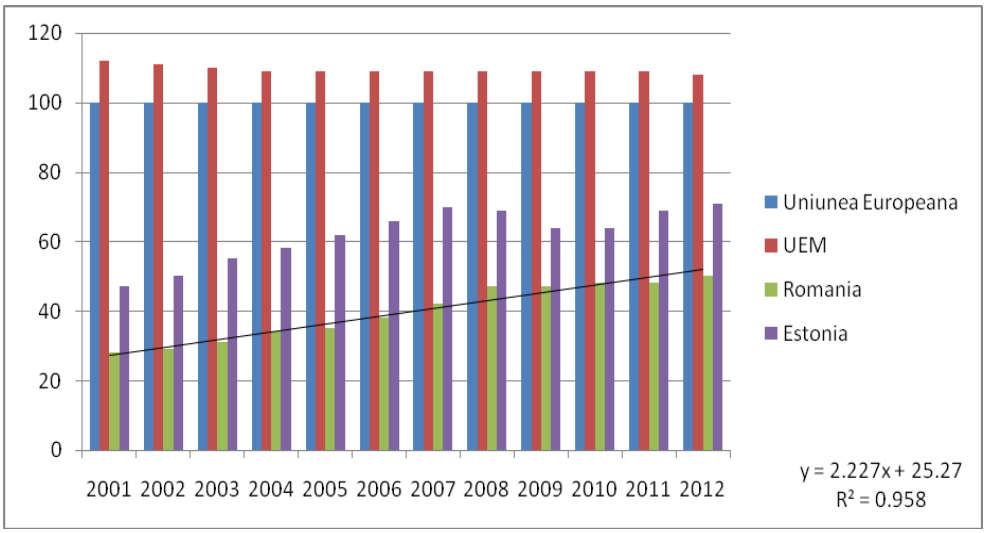
Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, online pe http://www.bnr.ro/Raport-statistic-606.aspx

- *Soldul contului curent* se află foarte aproape de limita minimă, corectarea lui depinzând de strategia politicilor comerciale guvernamentale.

2.2. Poziția actuală a economiei româneşti în Uniunea Europeană

Considerând cel mai sintetic indicator de tip real, PIB/cap de locuitor exprimat în paritatea puterii de cumpărare (PPP), poziția şi evoluția României în macrosistemul european este redată în figura 24, prin raportare la UE, UEM şi Estonia (țară care a adoptat moneda euro în anul 2011). Remarcăm că PIB-ul românesc reprezenta în anul 2012 circa 50% din nivelul mediu european, circa 46% din nivelul mediu al UEM şi circa 72% din cel al Estoniei. Deşi ultima țară intrată în UEM a fost Letonia, în 2014, am ales pentru comparație Estonia deoarece a avut o evoluție de trei ani în zona euro.

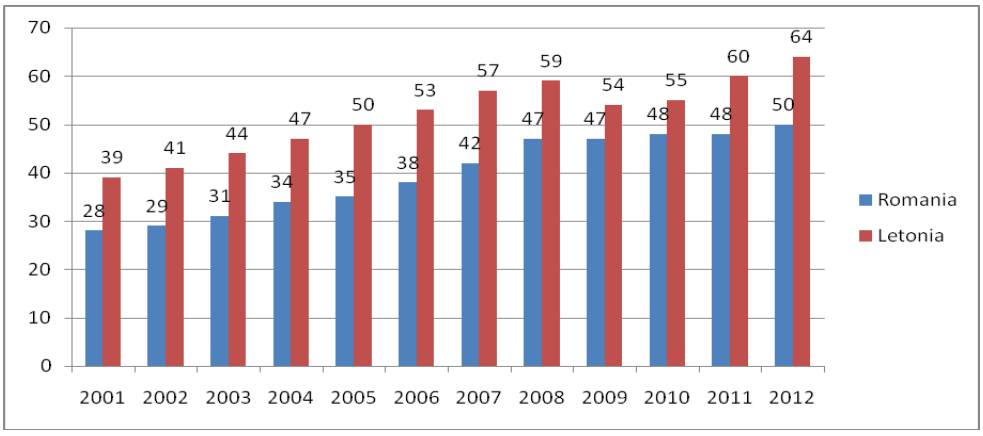
Fig. 10. *Evoluția comparativă a PIB/cap de locuitor exprimat în paritatea puterii de cumpărare (PPP) (UE = 100)*



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00114

Comparând valorile românești cu evoluția Letoniei, în 2012, diferența este de 78% în defavoarea României (figura 11):

Fig. 11. *Evoluția comparativă a PIB/cap de locuitor exprimat în paritatea puterii de cumpărare (PPP), România versus Letonia (UE=100)*



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00114

Cu un diferențial de creştere economică de două puncte procentuale pe an în favoarea României, sunt necesari încă zece ani pentru ca PIB-ul per locuitor să ajungă la circa 60% din media UE[5].

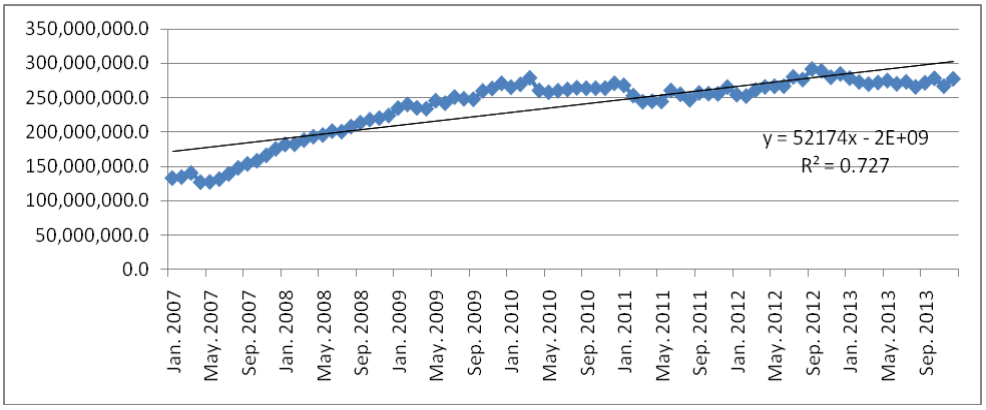
2.3. Caracteristicile fragilității financiare a economiei româneşti

Printr-o acumulare multifactorială din perioada 2007-2013, România confirmă trei ipoteze de fragilitate financiară, potrivit metodologiei utilizate de Minsky:

1. *Îndatorarea sistematică*, cel mai riscant mod de finanțare pentru sectorul real. Această situație a caracterizat evoluția macrosistemului economic românesc mai ales în perioada 2007-2011.

1.1. Pe fondul unei creşteri continue a creditului acordat sectorului privat, economia românească a parcurs o etapă continuă (trend ascendent) de acumulare a debitelor (figura 12).

Fig. 12. Evoluția generală a creditării economiei în perioada 2007-2013 (mii lei)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

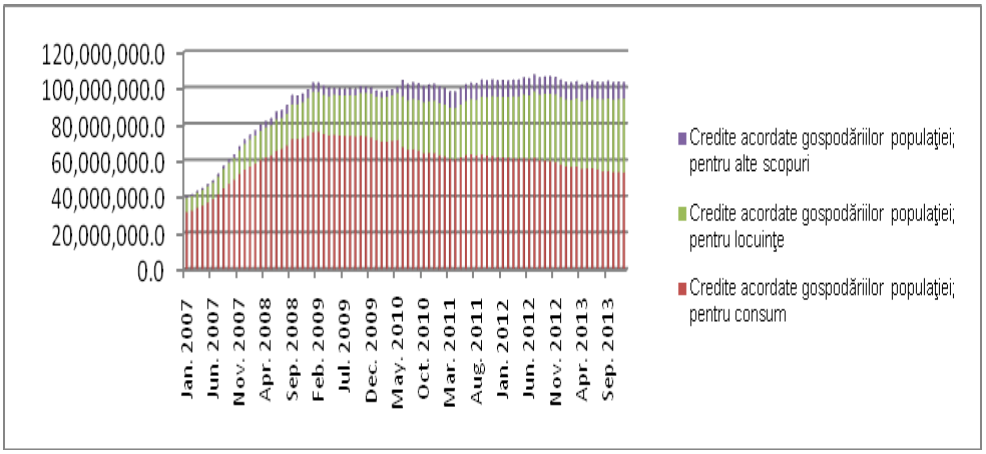
Desigur că nu orice tip de credit intrat într-o economie produce efecte destabilizatoare, o analiză minuțioasă fiind esențială pentru determinarea profunzimii procesului minskyian.

Pe componente, creditarea internă în România a evoluat după cum urmează:

[5] Isărescu, Mugur, *România şi zona euro*, 11.12.2013, prezentare susținută în cadrul conferinței internaționale ESPERA 2013, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

- *Creditarea gospodăriilor.* Supraîndatorarea populației a atins cote alarmante: la nivelul anului 2013, 4,5 milioane de persoane fizice (circa 50% din populația activă a României) aveau contractate un număr de circa 6 milioane de credite de consum şi ipotecare (figura 27). Acestea din urmă, pe lângă faptul că au crescut cu 85% în perioada februarie 2009-septembrie 2013, fiind acordate pe termene lungi (20-30 de ani), atrag un risc suplimentar legat de finalizarea în bune condiții a contractelor de creditare, fără incidente de nerambursare pe parcursul atâtor ani de derulare. Pe de altă parte, creditele de consum reprezintă subcomponenta care a înregistrat o scădere în volum, de 29,6% în decembrie 2013 față de februarie 2009.

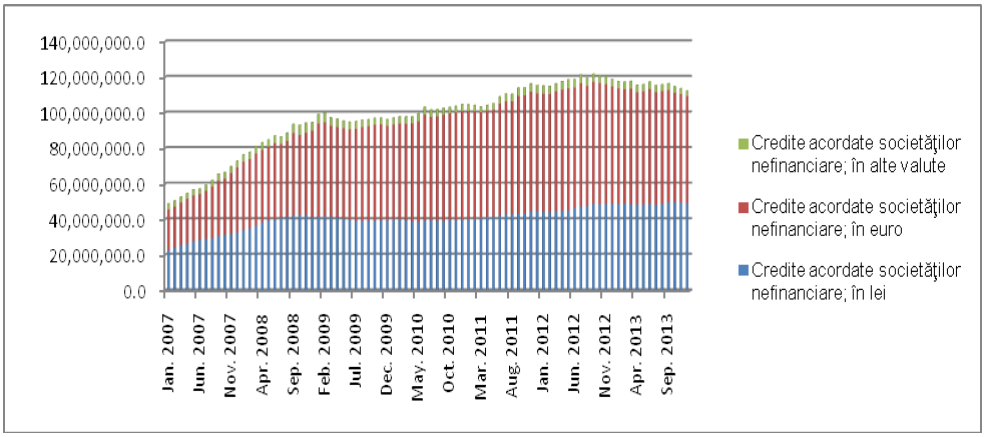
Fig. 13. Evoluția creditelor acordate gospodăriilor populației (mii lei)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

- *Creditarea companiilor nefinanciare* confirmă îndatorarea susținută şi pe acest segment, cu preponderență în valută: creşterea accelerată pe sub-segmentul împrumuturilor în euro a fost de 131% într-o perioadă de numai 25 de luni (ianuarie 2007-februarie 2009). Riscul asociat este cel valutar, legat de fluctuațiile de curs, care îngreunează rambursările ulterioare (figura 14).

Fig. 14. *Evoluția creditelor acordate companiilor nefinanciare (mii lei)*

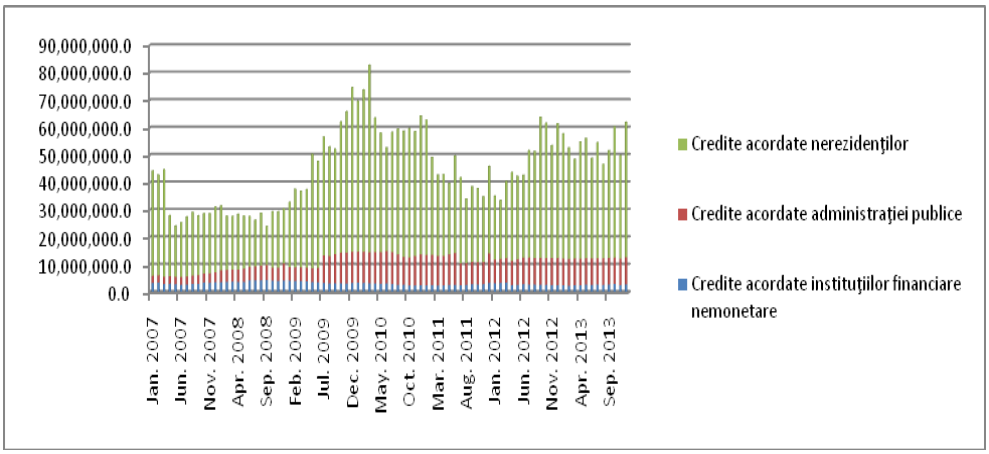


Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

- *Creditarea instituțiilor financiare nemonetare, a administrației publice şi a nerezidenților* a grevat semnificativ îndatorarea economiei. O situație cu potențial riscant o reprezintă creditarea nerezidenților, substanțial mare şi marcată de o evoluție oscilantă în perioada 2009-2013 (figura 15).

Fig. 15. Evoluția creditelor acordate altor segmente de debitori în afara gospodăriilor şi companiilor nefinanciare

(mii lei)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

O analiză a *evoluției fluxului creditării private* în țările UE arată, în cazul României, o diminuare masivă după anul 2008 (tabelul 3), situație comparabilă cu a multor țări europene, mai puțin cu Cipru. Ca procent din PIB, România s-a situat sub valorile înregistrate în țări membre astăzi ale UEM, cum ar fi Letonia (anii 2006-2007), Irlanda (2005-2006), Estonia (2005-2007).

Tabelul 3

Fluxul creditării private (% din PIB, date anuale consolidate)

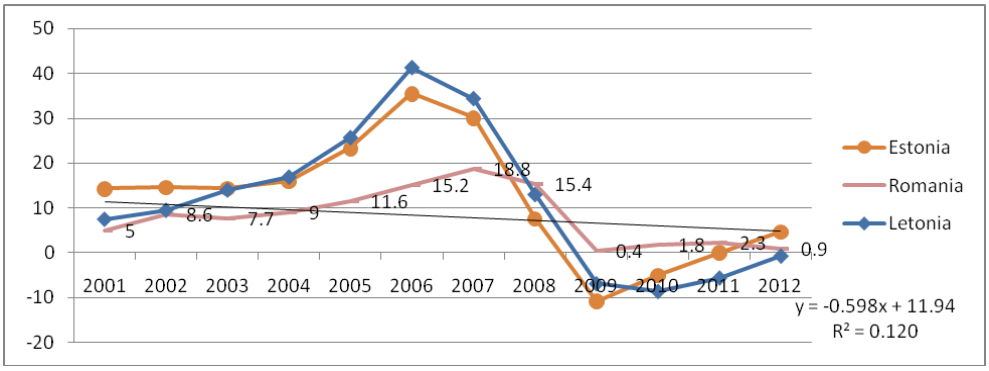
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Belgia	1,8	5,3	6,5	6,7	1,6	5,3	12,7	21,6	-0,7	3,6	18	-1,6
Germania	3,8	0,6	0,7	-1,7	-0,4	0,9	1,9	0,8	-1,2	0	1,8	1,5
Estonia	14,3	14,6	14,4	16	23,3	35,5	30	7,6	-10,8	-5	0,1	4,7
Irlanda	:	17,8	8,8	24,9	36,2	49,3	24	19,9	-3,8	-1,5	15,4	-1,6
Grecia	11,4	8,4	10,8	11,9	14,8	17,1	16,9	16,4	4,1	0,3	-3,6	-6,8
Spania	15,2	15,4	17,9	20,1	27,6	36	26,9	12,6	-1,3	1,2	-4,6	-10,4
Franța	9	4,6	4,7	6	8,8	9,8	11,8	9,7	3,8	4,9	6,2	3,5
Italia	8,6	6,5	7,1	7,8	10	10,8	12,4	6,8	1,6	4,6	3	-1
Cipru	12,3	12,4	5,1	14,8	47,1	10,1	38,6	34,8	15,3	24,4	19,9	10
Letonia	7,5	9,5	14	16,9	25,7	41,3	34,4	13	-6,9	-8,6	-5,6	-0,7
Luxemburg	:	:	:	:	:	11,7	16,6	-17,9	-14,8	-23,7	0,5	-5
Malta	:	:	:	3,5	14	12,9	9,4	16,1	15,7	11,1	3,6	-1,6
Olanda	13,7	12,2	11,4	8,6	15,4	12,7	9,9	7,5	6,4	4,9	3,2	0,2
Austria	7,8	5,2	6,8	4	7,6	6,7	8,8	7	2,9	3,1	4,3	2,7
Portugalia	18,9	10,9	10,8	8,4	13,8	14,7	20,6	17,3	5	4,3	-1,4	-5,4
România	**5**	**8,6**	**7,7**	**9**	**11,6**	**15,2**	**18,8**	**15,4**	**0,4**	**1,8**	**2,3**	**0,9**
Slovenia	0	7,2	8,5	8,6	12,6	13,8	21,8	15,8	2,9	1,9	0,4	-3
Slovacia	4,2	7,9	3,8	3	8	9,1	10,1	11,3	3,2	2,9	2,6	3,2
Finlanda	4,1	10,5	6,1	6,6	12,6	8,6	13,1	16,4	0,1	7	4,1	9

Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipspc20

Constatăm că, în 2006, înaintea crizei financiare, România era pe locul șase la acest indicator (după țări ca Grecia, Irlanda, Estonia, Spania, Letonia). Cea mai mare valoare, 18,8% din PIB, a înregistrat-o în anul 2007, când a ocupat locul opt european, după Slovenia, Portugalia, Letonia, Cipru, Spania, Irlanda, Estonia. Remarcăm inclusiv un grad mai redus de

îndatorare a României (cu trend liniar de scădere) față de Estonia sau Letonia, țări alese pentru comparație (figura 16):

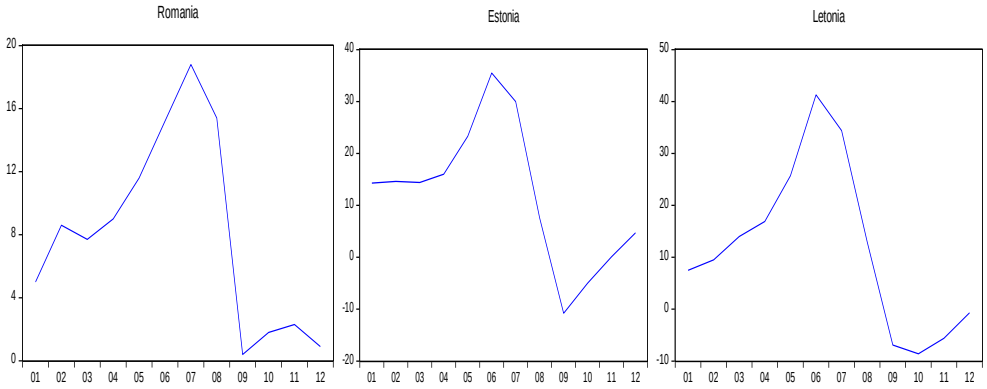
Fig. 16 Fluxul creditării private (% din PIB, date consolidate), comparativ



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipspc20

Relativa omogenitate temporală între evoluțiile celor trei țări rezultă şi din transpunerea grafică următoare (figura 17):

Fig. 17. Fluxul creditării private (% din PIB date consolidate), comparativ România, Estonia, Letonia

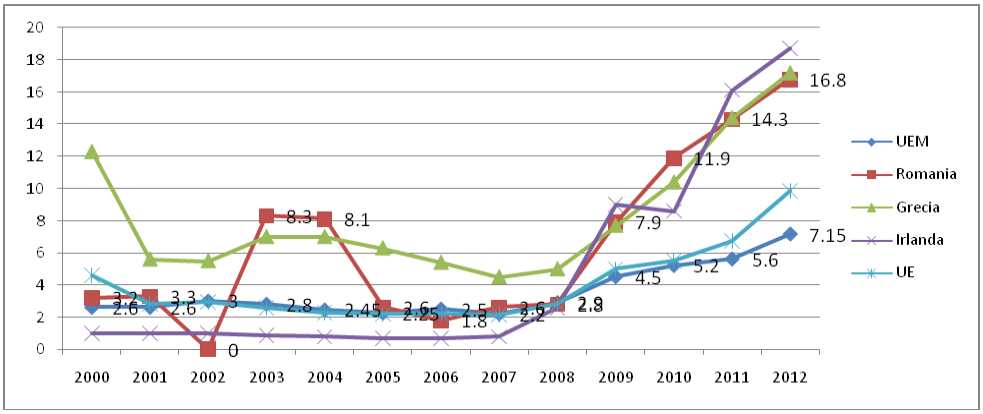


Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat, extrase februarie 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipspc20

Remarcăm o componentă suplimentară față de perspectiva minskyană clasică a îndatorării: sistemul bancar românesc se confruntă în prezent cu

problema creditelor restante, rata neperformanței la data de 30 septembrie 2013 fiind de 21,6% din total credite acordate[6] (figura 18).

Fig. 18. Evoluția ponderii creditelor neperformante în total credite acordate (%)



Sursa: Prelucrare proprie după date preluate de la The World Bank, extrase februarie 2014, online pe http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries?display=default

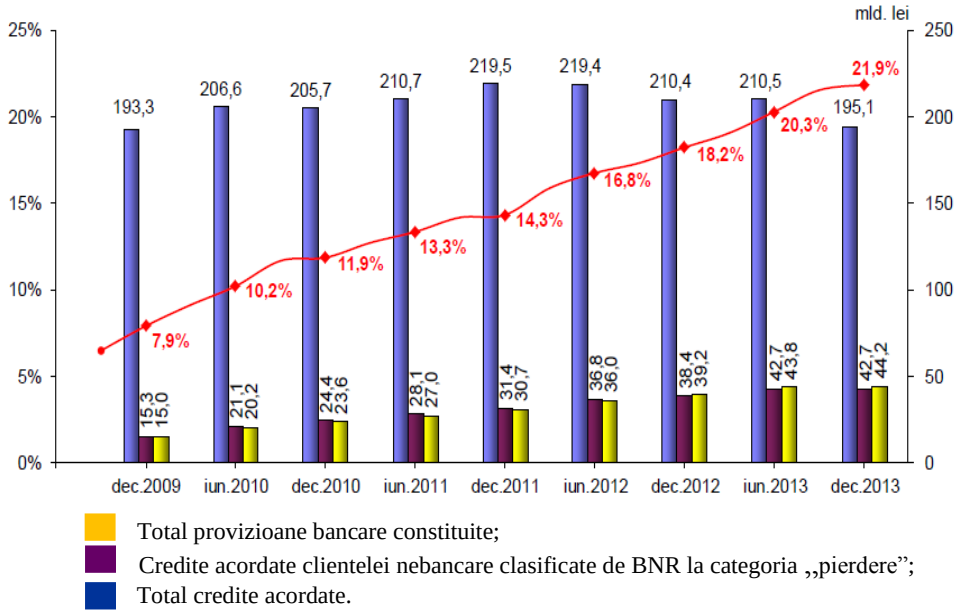
România are cea de-a treia mare neperformanță a împrumuturilor (restanțe mai mari de 90 de zile), risc dominant la adresa stabilității financiare din Europa, după Grecia şi Irlanda, fiind cu 135% mai mare decât media UEM. Creşterea abruptă s-a produs în perioada 2008-2009, de la 2,9% la 7,9%, pentru ca, între 2009 şi 2012, să ajungă la 16,8%. Deşi pe site-ul World Bank nu există încă date disponibile pentru anul 2013, statistica BNR confirmă o creştere cu încă 5,1% între decembrie 2012 şi decembrie 2013 (figura 19).

Sunt mai puțin relevante, pentru studiul de față, cauzele exogene ale majorării volumului creditelor intrate în economie, aparținând de natura ofertei monetare, respectiv ale disponibilității surselor de finanțare pe termen lung denominate în valută, în principal resursele atrase de la băncile-mamă, precum şi diferențialul de dobândă dintre creditele în valută şi cele în lei. Situația macrosistemică românească din anul 2011 a fost evaluată de către Banca Centrală Europeană ca fiind „potențial generatoare de riscuri semnificative, cu impact negativ de propagare transfrontalieră”[7].

[6] Conform BNR.

[7] Recomandarea Comitetului European pentru Risc Sistemic – CERS/2011/1 privind creditarea în valută, 21 septembrie 2011.

Figura 19. Evoluția ponderii ratei creditelor neperformante în total credite acordate şi comparație cu pierderile sistemice, în România



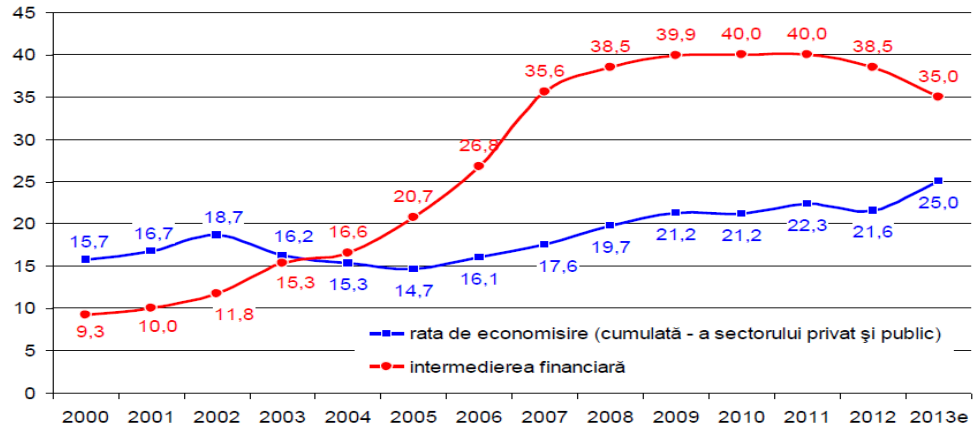
Sursa: Georgescu F., Forumul Academica BNR, ediția a III-a, Braşov, 3 martie 2014.

Problema trebuie abordată din două unghiuri de vedere opuse: al riscului asociat unei îndatorări a economiei peste o limită considerată (supraîndatorare), precum şi al creşterii posibilității de paralizare sistemică datorată lipsei finanțărilor. Băncile locale au în portofolii în prezent credite restante de peste 10 miliarde de euro[8], situație cu potențial risc major. Din celălalt punct de vedere, dacă băncile nu-şi recuperează împrumuturile şi ajung în dificultate, există pericolul ca operațiunile de creditare să se diminueze masiv şi întreaga activitate economică să fie încetinită. Acest fapt se întâmplă în prezent în România, iar apelul public la creditare adresat băncilor din România în luna mai 2013 de către guvernatorul Băncii Naționale a României a demonstrat gravitatea situației.

Pe de altă parte, remarcăm faptul că, în România, nivelul intermedierii financiare a fost decuplat ani la rând (2005-2011) de cel al economisirii interne, factor fragilizant pentru o economie. Avansul, dar şi reculul gradului de intermediere financiară au fost antrenate, în principal, de evoluția creditării gospodăriilor populației (figura 20).

[8] La 31.12.2013, conform Centralei Riscurilor de Credit.

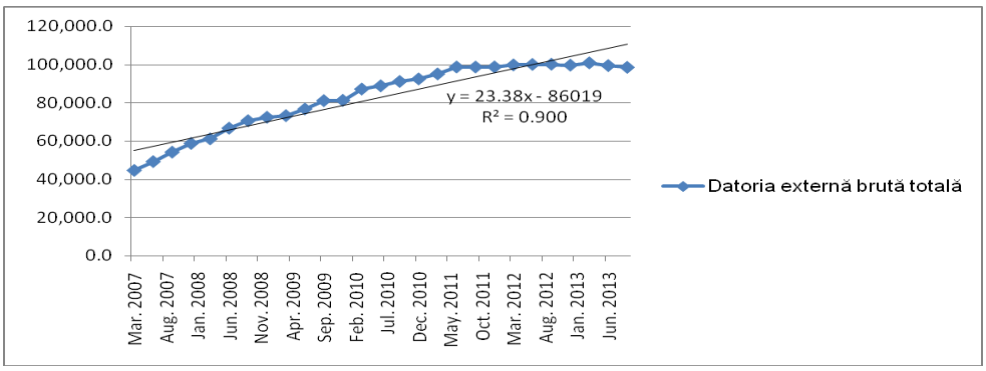
Fig. 20. Evoluția intermedierii financiare şi a ratei globale de economisire în România (% din PIB)



Sursa: Conform BNR, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx

1.2. Întreg sectorul real românesc avea o datorie externă totală, la data de 30 septembrie 2013, de 98.523 milioane euro, din care 19.380 milioane euro pe termen scurt şi 79.143 milioane euro pe termene medii şi lungi. Evoluția liniară crescătoare pentru perioada 2007-2013 este redată în figura 21.

Fig. 21 – Evoluția volumului datoriei externe totale (milioane euro)

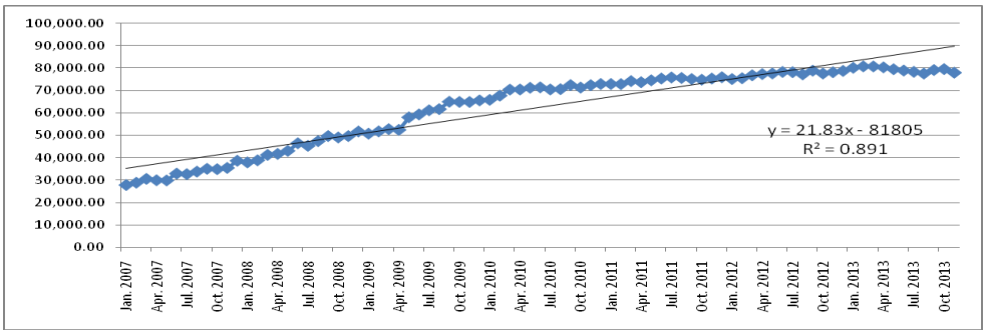


Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

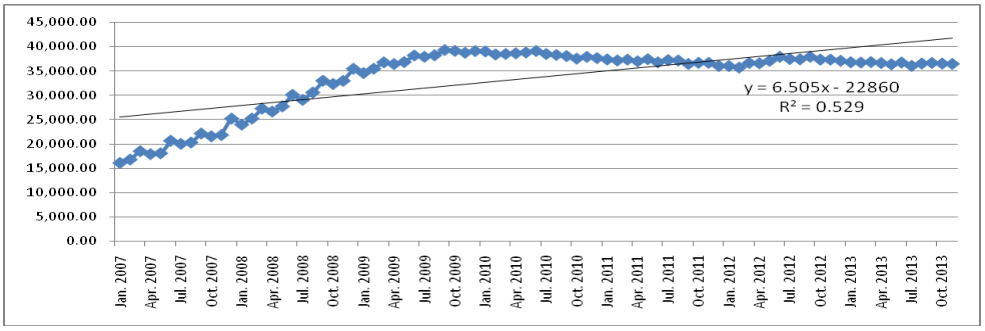
Principalele informații de conținut sunt redate de indicatorii analitici *datorie externă totală pe termen mediu şi lung* şi *datorie externă pe termen mediu şi lung privată negarantată public* în figura 22.

Fig. 22 Evoluția volumului datoriei externe pe termen mediu și lung (milioane euro)

(totală)



(privată negarantată public)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

Îndatorarea sectorului privat a crescut cu 125% în noiembrie 2013 față de ianuarie 2007, cu un vârf în septembrie 2009. Desigur că o judecată obiectivă impune delimitări metodologice între creditele financiare, investițiile de portofoliu sau liniile de finanțare, fiecare cu gradul său de participare la o fragilizare a sistemului.

2. România a confirmat premisa lui Minsky de logică speculativă (pornind de la observația esențială că, într-o economie în evoluție, există *active investiționale* a căror utilitate principală pentru proprietar derivă din calitatea lor de a genera un flux de profit în viitor). Așteptările psihologice optimiste privind veniturile viitoare potențiale au determinat masiva acumulare în zona imobiliară din anii 2001-2007 (în anul 2008, construcțiile au determinat circa 9,1% din PIB-ul României), pentru ca, în perioada septembrie 2007-aprilie 2013, prețul mediu imobiliar să scadă cu circa 47%[9]. Bazat pe o

[9] http://www.business24.ro/imobiliare/apartamente/preturile-locuintelor-din-bucuresti-continua-sa-scada-1490078

intermediere financiară masivă a băncilor către dezvoltatori imobiliari, fenomenul descris susține evoluția mișcării strict speculative a perioadei respective și creșterea constantă a numărului debitorilor. Se confirmă și pentru cazul României teoria lui Minsky, care pune în relație numărul firmelor de tip speculativ și Ponzi dintr-un sistem cu predispoziția spre crize a acestuia. Cum achiziția de active imobiliare pe credit presupune stabilirea unei covalențe pozitive între veniturile obținute de pe urma investiției și cheltuielile ocazionate de plata ratelor la credit, odată cu schimbarea condițiilor de pe piețele financiare, au fost puse în dificultate firmele expuse. Băncile grecești, care erau printre cei mai energici furnizori de finanțare imobiliară în România, au înghețat împrumuturile către dezvoltatori. Pentru că nu mai puteau face față obligațiilor financiare care se acumulau, firmele debitoare au fost nevoite să vândă multe dintre activele pe care le dețineau. Dar, cum creșterea ofertei de active pe piață duce automat la micșorarea prețului, acest fapt a antrenat fie abandonarea multor proiecte imobiliare în curs de construire, fie vânzarea lor la un preț mult sub creditul contractat inițial. În ambele situații, a fost vorba de certificarea unor pierderi contabile cu efecte imediate și directe asupra bilanțurilor companiilor debitoare, băncilor creditoare și bugetului național.

3. *Atitudinea politică* adoptată la începutul anilor 2000 în România referitoare la politica de susținere a plăților de transfer (care nu fac parte din niciun schimb de bunuri sau servicii, ca, de exemplu, beneficiile prevăzute de asigurările sociale – pensii, burse etc.) poate fi încadrată la sursele continuu generatoare de instabilitate financiară. Din acest punct de vedere, datele Institutului Național de Statistică (INS) ilustrează în prezent un model de economie cu maxim potențial de fragilitate și care nu are șanse să fie funcțional pe termen lung, atât timp cât vor exista mult mai mulți asistați social decât contribuabili.

În anul 2013, Institutul Național de Statistică înregistra un număr de circa 5.413.000 de pensionari[10], circa 3.831.000 de copii, adolescenți sub 18 ani și beneficiari de alocații și diverse forme de ajutoare[11], circa 1.184.000 de bugetari[12] și circa 400.000 de angajați în companiile de stat. Toți aceștia au fost contrabalansați de un număr de circa 3.100.000 de angajați rămași în mediul privat. Cum la aceștia se adaugă cei circa 2.922.000 de români care practic nu se regăsesc în nicio statistică (încadrați de Institutul Național de Statistică[13] la categoriile „lucrători pe cont propriu” (1.755.000 de persoane)

[10] Comunicat de presă INS 223/2013, online pe http://www.insse.ro/cms/files/statistici/comunicate/com_trim/nr_pensionari/pensii_%20trIIr13.pdf

[11] Conform datelor Ministerului Muncii și Protecției Sociale, online pe http://www.mmuncii.ro/j33/index.php/ro/

[12] Conform online http://economie.hotnews.ro/stiri-finante_banci-15953885-cati-bugetari-existau-romania-inceputul-lunii-octombrie-cat-castigau-acestia.htm

[13] *Anuarul statistic al României*, 2013, p. 108.

și „lucrători familiali neremunerați" (1.167.000)), muncind fie la negru, fie în străinătate, fie în agricultura de subzistență, potențialul fragilizant este vizibil. Pe de o parte, există deci circa 9.263.000 de persoane apte de muncă, din care 4.684.000 de angajați oficial în sectorul privat și bugetar (care contribuie la bugetele de asigurări sociale), care sunt așteptați să plătească taxe și impozite, 2.922.000 de persoane pe cont propriu și circa 1.500.000 de persoane angajate la negru. Adică o treime din cei care pot să muncească în România nu muncesc oficial, dar consumă. Dezechilibrul creat poate iniția premisele unor posibile fragilizări.

În plus, credem că este util să considerăm și alte câteva premise fragilizante specific românești:

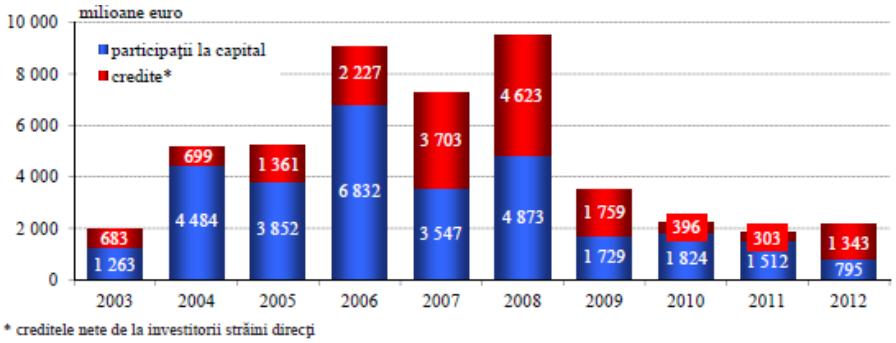
- Numărul *falimentelor comerciale* din economia românească este un indicator al slăbiciunii sistemice, deoarece produce efecte pe termen scurt ce se răsfrâng în produsul intern brut și în rata șomajului. Potrivit Coface[14], în anul 2011, au fost înregistrate cele mai multe insolvențe raportate la perioada anilor 2005-2010, respectiv un număr de 22.650 de companii aflate în diverse stadii ale procedurilor de insolvență[15]. Practic, 63 de companii cu sediul în România își declarau zilnic insolvența. Valoarea medie a cifrei de afaceri a firmelor insolvente în anul 2012 a fost cu 34% mai mare decât cea a firmelor care au intrat în incapacitate de plată în anul anterior. În 2012, numărul procedurilor de insolvență deschise a crescut cu 20% față de 2011, în România intrând în insolvență cu 50% mai multe firme decât, cumulat, în opt state est-europene (Croația, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Serbia, Slovacia, Slovenia), care au împreună de trei ori mai multe firme active decât România. Insolvențele au fost concentrate pe cinci sectoare (comerț cu amănuntul, distribuție și comerț cu ridicata, construcții, hoteluri și restaurante, transporturi). În timp ce 2012 a fost anul insolvențelor preponderent pentru microîntreprinderi, în 2013 a fost consemnat un record de insolvențe pentru companii medii și mari. Potrivit Coface, îngrijorarea derivă din două direcții: firmele care intră în insolvență în ultima perioadă au indicatori mai buni decât cele care intrau în insolvență în ultimii patru ani, în plus, disciplina de plată în România se deteriorează.

[14] Coface Romania este singurul furnizor de servicii integrate de management al riscului de credit.

[15] Conform studiilor Coface și online http://www.agerpres.ro/media/index.php/economic/item/206362-ONRC-In-2013-au-fost-inregistrate-12798-insolvente-din-care-9936-falimente.html

- Pe de altă parte, acumularea de *arierate*[16] în sistem poate avea efecte negative pentru economia reală. Cum în România, la 30 martie 2013, totalul arieratelor acumulate de stat depăşea 1 miliard lei[17] (circa 230 milioane euro), din care circa 200 milioane lei corespunzătoare administrației centrale şi circa 841 milioane lei corespunzătoare administrațiilor locale, se pune următoarea problemă referitoare la criteriile nominale: dacă deficitul bugetar din 2013 are la bază creşterea arieratelor statului, atunci este posibil să existe o posibilitate de fragilizare macrosistemică.
- Problema *investițiilor străine directe*[18] se pune inclusiv în termeni cu potențial fragilizant, mergând pe logica *investițiilor de portofoliu*[19]. După declanşarea crizei financiare, investițiile străine directe au scăzut substanțial în România (figura 23).

Fig. 23. Evoluția fluxurilor investițiilor străine directe în perioada 2003-2012



Sursa: BNR, INS, *Investițiile străine directe în România în 2012*, online pe http://www.bnro.ro/Investitiile-straine-directe-(ISD)-in-Romania-3174.aspx

Subliniem faptul că cele mai consistente intrări de capitaluri investiționale s-au produs în anul premergător aderării țării noastre la UE şi

[16] Plăți restante cu întârzieri de peste 90 de zile.

[17] Conform datelor Ministerului Finanțelor, online pe http://discutii.mfinante.ro/static/10/Mfp/transparenta/proiect_OUG_masuri_arierate_2901.pdf

[18] Investițiile străine directe sunt asociate cu o relație de afaceri de durată. Investitorul străin poate furniza know-how, tehnologie, proceduri de management şi marketing; conform FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition, 2009.

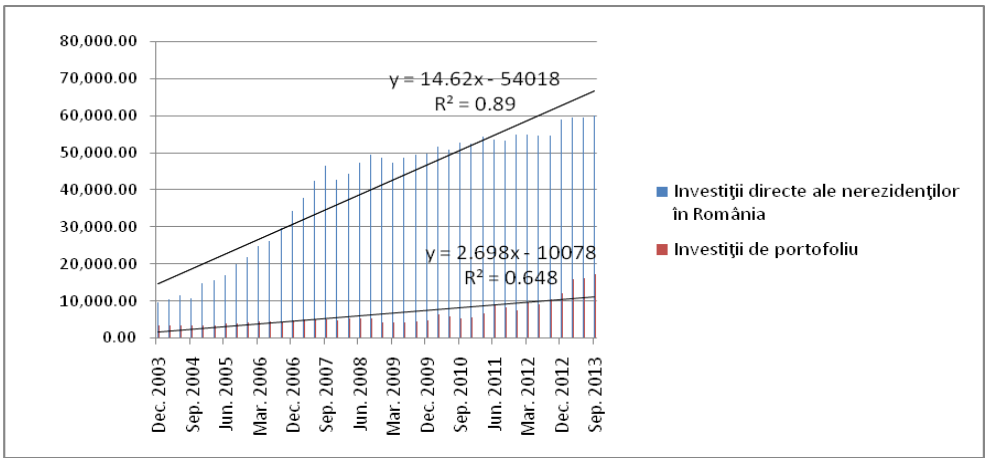
[19] Investițiile de portofoliu au implicații asupra volatilității prețurilor activelor, fiind legate direct de piețele financiare, şi includ, printre altele, acțiuni şi obligațiuni tranzacționate pe o piață sau pe o bursă; conform FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition, 2009. Un exemplu de investiții de portofoliu sunt şi obligațiunile guvernamentale.

în anii 2007-2008. Neşansa declanşării crizei financiare internaționale şi a propagării reverberațiilor sale în multiple planuri a redus masiv şansele României de a prezenta atractivitate pentru investiții de capital sau creditări pe termene medii şi lungi, astfel încât, în 2009, acestea au scăzut cu circa 64% față de 2008. Tendința a continuat şi în perioada 2010-2012. Cu referire la anul 2012, putem observa o inversare a sub-ponderilor componente (participații la capital şi credite) față de 2010 şi 2011, situație cu potențial fragilizant din perspectiva teoriei lui Minsky.

Pe acest trend, remarcăm un fenomen interesant dacă analizăm evoluția comparativă a investițiilor directe ale nerezidenților în România şi a celor de portofoliu. Se constată din figura 24 creşterea liniară a celor de portofoliu, element cu risc fragilizant considerabil. Structura acestor indicatori poate indica potențialul de risc al economiei româneşti, aşa cum este perceput de către investitori: neîncrederea pe termen lung îi face să investească pe termene scurte în instrumente cu grad de lichiditate cât mai mare, pe de o parte, pentru a obține profit imediat şi consistent, caracteristic speculatorilor, pe de altă parte, spre a putea ieşi rapid de pe piața românească, dacă vor considera necesar.

Fig. 24 – Evoluția investițiilor nerezidenților şi a celor de portofoliu între 2003 şi 2012

(milioane euro)



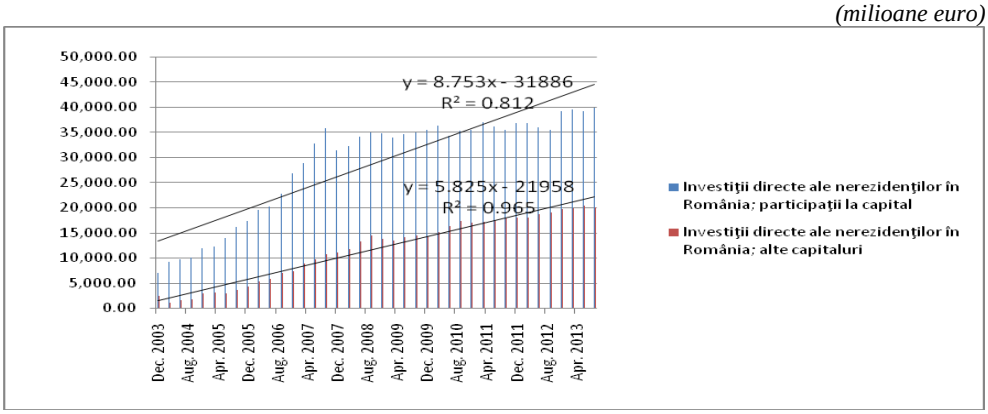
Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

Din punct de vedere structural, este indicat să facem o diferențiere. Pe de o parte, investițiile directe ale nerezidenților în România, dacă sunt

direcționate către participațiile de capital, pot fi semnalele unui factor de stabilitate pe termene medii şi lungi. Din figura 25 reiese că totuşi o pondere însemnată revine altor capitaluri decât investițiile productive (singurele stabile), ceea ce constituie un element cu potențial de instabilitate.

Fig. 25. Evoluția investițiilor directe ale nerezidenților în România între 2003 şi 2012

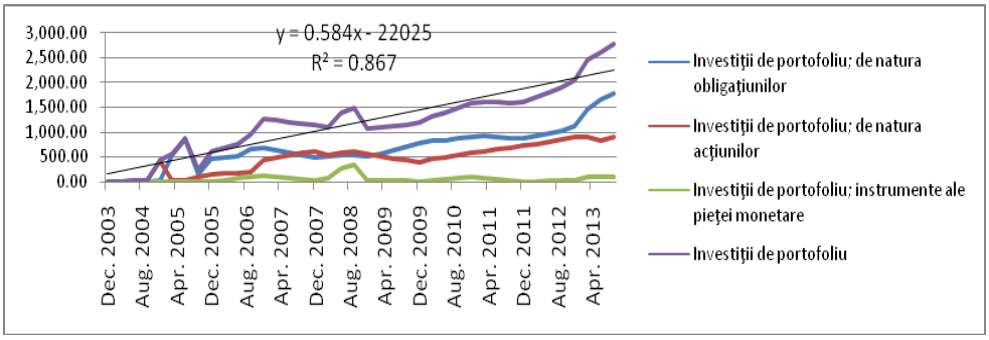
(milioane euro)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR, extrase februarie 2014, online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

Pe de altă parte, există aspecte fragilizante legate de existența investițiilor de portofoliu. Din figura 26 reiese că, în perioada iulie 2011-septembrie 2013, participațiile prin valori mobiliare pe piața românească de capital s-au dublat practic. Acestea fiind instrumente financiare cu caracter profund volatil, generator de instabilitate în caz de şoc sistemic, riscul de fragilizare se accentuează corespunzător creşterii volumului acestora.

Fig. 26. Evoluția investițiilor de portofoliu în România între 2003 şi 2013(milioane euro)



Sursa: Prelucrare proprie după date BNR extrase februarie 2014 online pe http://www.bnro.ro/Raport-statistic-606.aspx

- *Competitivitatea* economiei românești a atins în 2012 cel mai scăzut nivel, după nouă ani de monitorizare[20]. Economia se confruntă cu o pierdere anuală cronică de competitivitate. Astfel, dacă în 2003 România ocupa locul 43 din 60 de țări cuprinse în statistică, în 2007 (anul aderării la Uniunea Europeană) cobora pe locul 44, pentru ca în 2009 să ajungă pe locul 54, iar în 2011 pe locul 53. Pe primele trei locuri sunt clasate SUA, Elveția, Hong Kong, iar după România, de exemplu, sunt Iordania şi Bulgaria.

3. Proiecție privind parcursul României în direcția adoptării monedei euro

Trecerea la moneda euro face parte din obligațiile asumate de România la intrarea în UE, dar provocările şi obstacolele de care economia românească trebuie să treacă fără a-şi dezechilibra subsistemele componente fac din acest deziderat o misiune grea, din cauza unor importante disparități de tip real existente în țara noastră. De exemplu, populația din județul Vaslui este cea mai săracă din Uniunea Europeană ca PIB pe locuitor calculat în funcție de PPP[21]. În acelaşi timp, Regiunea Bucureşti-Ilfov se situează la 111% din media UE27. De asemenea, în România se află județul cu cea mai accelerată creştere a PIB/pe cap de locuitor în perioada 2000-2010 (Giurgiu), de la 14% din media UE la 36%. Tot România este însă şi țara membră UE cu cea mai abruptă scădere nominală a populației, între 1 ianuarie 2011 şi 1 ianuarie 2012 pierzând 58.000 de locuitori.

Marinaş (2013) a studiat riscul potențial de adoptare a monedei euro pentru România prin prisma a zece criterii. După analizarea acestora, a constatat că adoptarea euro va avea impact negativ asupra întregii economii, din cauza incapacității de ajustare a economiei românești ca urmare a supunerii la un şoc sistemic, când instrumentele de politică monetară nu sunt disponibile.

Ne propunem să analizăm câteva supoziții de realizare a convergenței în cazul României.

Cel mai sintetic indicator care măsoară *efectele cumulate* ale manifestării instabilității financiare într-un sistem economic este evoluția

---

[20] Conform *The Global Competitiveness Report 2012*, World Economic Forum.

[21] Conform *Eurostat regional yearbook 2013*. Cu un PIB pe locuitor sub 30% din media UE27, au fost 27 de unități NUTS 3, dintre care cele mai multe în Bulgaria (17), România (8 județe), Letonia (1) şi Ungaria (1).

PIB-ului real. Atât PIB real per capita exprimat în euro, cât şi PIB per capita exprimat în PPP sunt relevanți pentru analiză. Compararea României cu Estonia (țară membră a zonei euro) şi cu media UEM s-a bazat pe două motive:

- din punctul de vedere al nivelului PIB/locuitor, este una dintre cele mai apropiate țări membre UEM de România, prezentând aproximativ aceeaşi structură a ponderii categoriilor de resurse economice la formarea PIB-ului[22] (cca. 25% bazat pe industrie, cca. 71% pe servicii); în plus,
- deşi este penultima țară intrată în zona euro (Letonia intrând la 1 ianuarie 2014), prezintă o evoluție de trei ani în cadrul UEM care poate fi relevantă pentru analiza sustenabilității unui parcurs economic.

Considerăm datele sintetizate în tabelele 4 şi 5 exprimând valorile înregistrate de indicatorii PIB real per capita exprimat în euro şi PIB per capita exprimat în PPP în cazul României, Estoniei precum şi media UEM:

Tabelul 4

Evoluția PIB real per capita exprimat în euro

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
UEM	24300	24400	24700	25000	25700	26300	26300	25000	25400	25800	25600	25400
Estonia	6600	7100	7600	8300	9200	9900	9500	8100	8300	9100	9500	9600
Romania	3100	3300	3600	3700	4100	4400	4800	4500	4500	4600	4600	-

Sursa: Eurostat, extrase mai 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdec100

Tabelul 5

Evoluția PIB per capita exprimat în PPP (UE28=100)

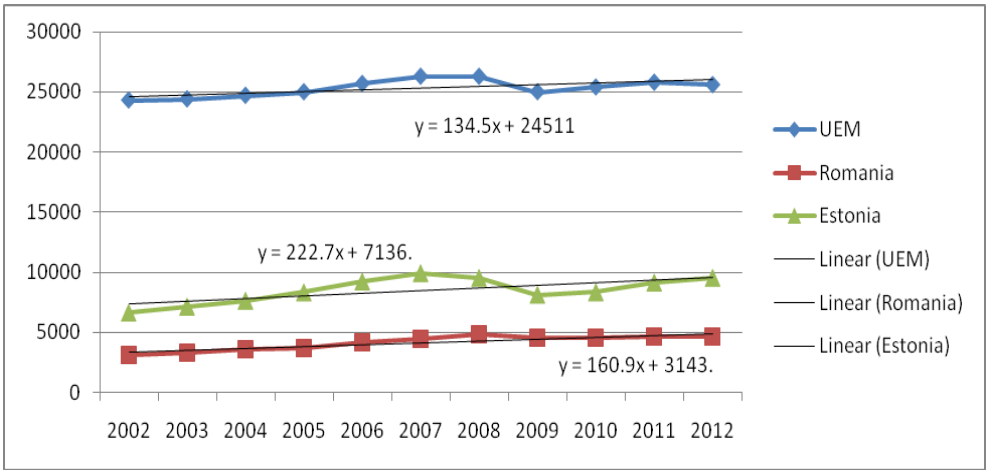
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
UEM	112	111	110	109	109	109	109	109	109	109	109	108
Romania	28	29	31	34	34	38	42	47	47	48	48	50
Estonia	47	50	55	58	62	66	70	69	64	64	69	71

Sursa: Eurostat extrase mai 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00114

[22] Conform www.estonica.org

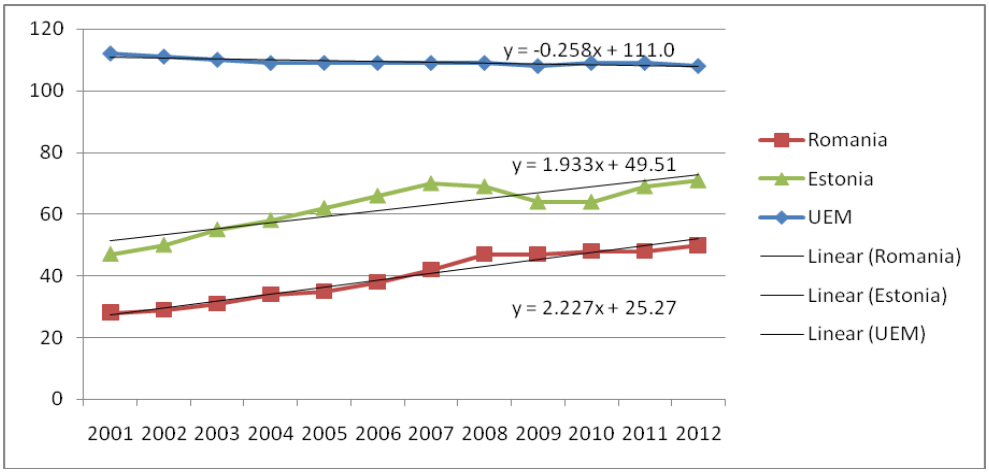
Reprezentarea grafică corespunzătoare datelor din tabelele 4 şi 5 este redată în figurile 27 şi 28:

Fig. 27. Evoluția PIB real per capita exprimat în euro



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat .

Fig. 28. Evoluția PIB per capita exprimat în PPP



Sursa: Prelucrare proprie după date Eurostat.

Ambii indicatori denotă o evoluție pozitivă atât pentru România cât şi pentru Estonia. În ceea ce privește media UEM, constatăm, pe de o parte, o traiectorie de creştere a PIB real per capita exprimat în euro, dar, pe de altă parte, o scădere relativă a nivelului PIB per capita exprimat în PPP.

Explicația constă într-o erodare a veniturilor produsă de inflație. Trebuie să menționăm însă că, în cei trei ani de după intrarea în zona euro, Estonia şi-a încetinit substanțial creşterea. Fără a aparține deocamdată zonei euro, România a înregistrat o evoluție crescătoare pe ansamblul perioadei analizate, cu mențiunea că, în perioada 2010-2012, țara noastră a trecut de la recesiune la o creştere economică extrem de fragilă. Ratele de creştere ale PIB real per capita exprimat în euro sunt sintetizate în tabelul 6:

Tabelul 6

Rata de creştere a PIB real per capita exprimat în euro– schimbări procentuale față de anul precedent

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
UEM	1,5	0,4	0,1	1,6	1,1	2,7	2,4	-0,2	-4,8	1,7	1,3	-0,9	-0,6
Estonia	6,7	7	8,2	6,7	9,1	10,3	7,7	-4	-14,1	2,6	9,5	4	0,8
Romania	5,8	8	5,5	8,8	4,4	8,1	6,5	7,5	-6,4	-1	2,5	0,9	-

Sursa: Eurostat, extrase mai 2014, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=en&pcode=tsdec100 virgule in loc de puncte

O concluzie legată de stabilirea unui termen concret pentru adoptarea monedei euro poate fi confirmată prin determinarea mărimii perioadei de timp necesare pentru a realiza egalizarea, în perspectivă, a nivelului absolut al PIB real anual pe locuitor al unei țări cu cel al UEM (adică reducerea diferenței dintre cele două valori). Acest fapt este posibil *dacă ritmurile medii de creştere ale PIB per capita exprimat în PPP sau în euro al țării respective sunt mult mai mari decât ritmurile medii de creştere ale indicatorului similar din UEM*.

Pentru a determina perioada de convergență, pornim de la relațiile simple privind creşterea PIB per capita la cele două entități cu niveluri inițiale şi cu ritmuri medii anuale de creştere diferite.

Ritmul mediu anual de creştere al indicatorului studiat ($\bar{r}$) se calculează utilizând formula de calcul a indicelui mediu de dinamică[23].

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

[23] Indicele mediu de dinamică indică de câte ori s-a modificat indicatorul analizat, în medie, de la o unitate de timp la alta, pe parcursul perioadei studiate şi se calculează ca o medie geometrică simplă a indicilor de dinamică cu baza în lanț.

$$Y_{0X}(1+\bar{r}x)^t = Y_{0ZE}(1+\bar{r}_{ZE})^t \quad (1)$$

Dacă se consideră valoarea anului 2012 în UEM a PIB per capita exprimat în PPP (108) ca fiind valoarea-ţintă la care trebuie să ajungă România dacă aceasta urmează acelaşi ritm mediu anual de creştere din trecut şi se înlocuiesc datele în formula (2), se obţine următorul rezultat:

$$t = \frac{logY_{0ZE} - \log Y_{0X}}{\log(1+\bar{r}_X) - \log(1+\bar{r}_{ZE})} = \frac{\log(108) - \log(50)}{\log(1.054125) - \log(0.99975)} = \frac{2.033424 - 1.69897}{0.022892 - (0.00011)} \quad (2)$$

t = 14,61 ani

Acest rezultat înseamnă că, privit în perspectivă, *procesul de convergenţă a României cu media UEM din punctul de vedere al egalizării nivelurilor produsului intern brut pe cap de locuitor exprimat la standardul puterii de cumpărare PPP se va realiza în aproximativ 14 ani, adică în jurul anului 2026, dacă ritmul mediu anual de creştere al României va rămâne constant cu cel calculat pentru indicatorul PIB per capita exprimat în PPP în perioada analizată (2002-2012), şi anume 5,41%. Dacă determinarea se face în funcţie de PIB real per capita exprimat în euro (valori iniţiale de 25.600 euro pentru UEM şi 4.600 euro pentru România), la un ritm mediu anual de creştere* $\bar{r}$ *de 5,5% pentru România şi 0,57% pentru media UEM, este nevoie de circa 35 de ani pentru realizarea convergenţei.*

Posibilitatea ca România să realizeze convergenţa cu media UEM mai repede, iar numărul de ani pentru a realiza această convergenţă să scadă, presupune ca ţara noastră să înregistreze ritmuri net superioare de creştere ale PIB-ului/locuitor în perioada următoare, care să aibă ca efect ameliorarea diferenţei privind nivelul de dezvoltare faţă de ţările care formează grupul respectiv.

Anticiparea unor intervale probabile de realizare a convergenţei economice o realizăm pornind de la premise realiste pentru ritmurile medii de creştere ale UEM şi României. Calculele specifice sunt prezentate în anexele 1-6. S-a ţinut cont şi de prevederile Programului de Convergenţă al Guvernului României pentru perioada 2013-2016[24], pentru ţara noastră, rata de creştere a PIB real prevăzută pentru anul 2014 fiind de 2,5% iar pentru anul 2015 de 2,5%. În tabelul 7 sunt sintetizate rezultatele simulărilor efectuate, astfel:

[24] Online pe http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/cp2013_romania_ro.pdf

Tabelul 7

Anticipări privind realizarea convergenței (România versus media UEM)

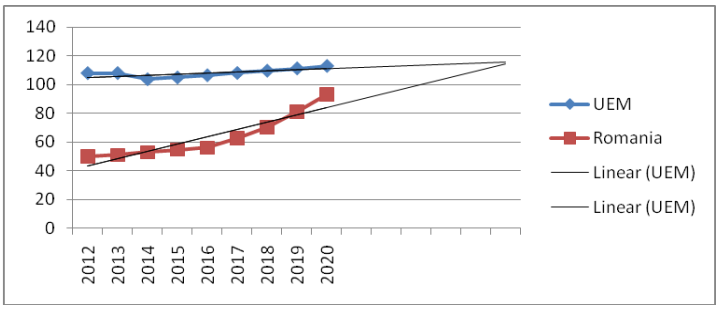
Nr. crt.	PIB per capita exprimat în PPP		
	Ritm mediu de creştere (%)		Ani convergență necesari
	UEM	România	
1	0,57%	8%	10
2	0,57%	5,79%	15
3	-0.25%	5,41%	14
4	0,57%	5,5%	16
5	0,57%	4,94%	18
6	0,57%	3%	32

Sursa: Calcule proprii; varianta 3 se bazează pe date realizate în perioads 2001-2012

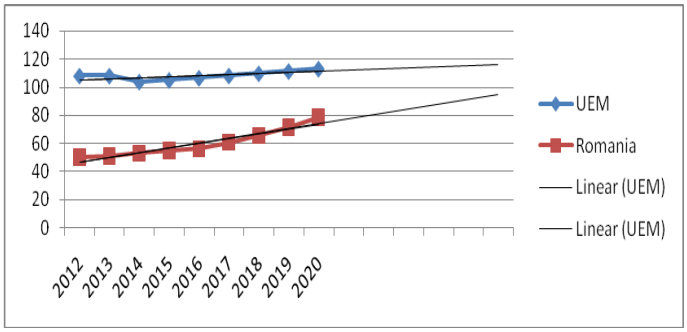
Reprezentările grafice corespunzătoare unor cazuri anticipate în tabelul 7 sunt sintetizate în fig. 29:

Fig. 29. Comparații grafice ipoteze convergență Romania către UEM

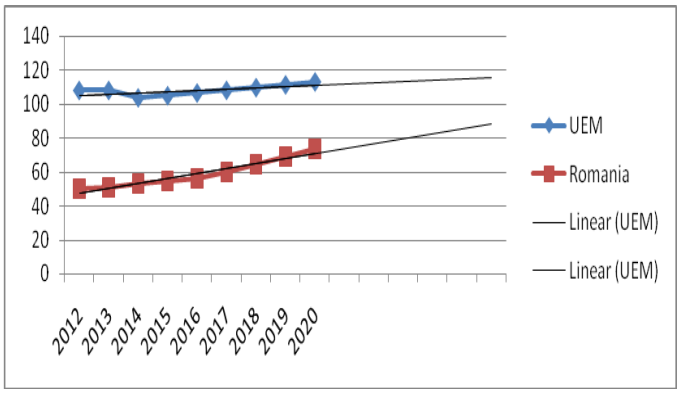
Cazul 1 (România 8%)



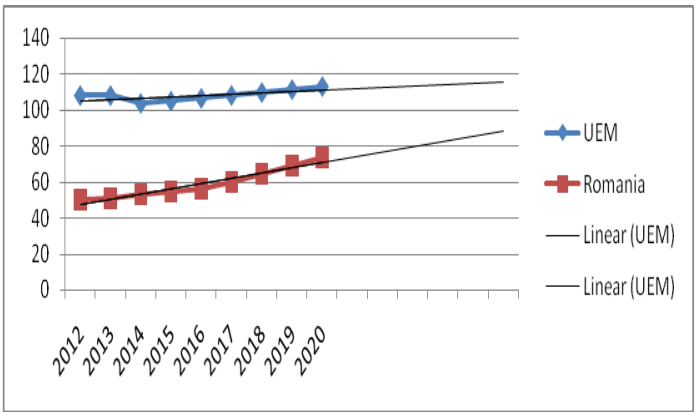
Cazul 2 (România 5,79%)



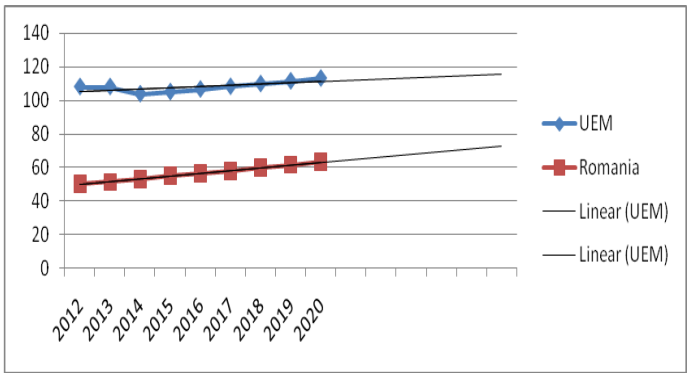
Cazul 3 (România 5,5%)



Cazul 4 (România 4,94%)



Cazul 5 (România 3%)



Sursa: Prelucrări proprii

Pe baza aceluiaşi algoritm, se poate calcula şi perioada de convergenţă către media Uniunii Europene în două ipoteze realiste, rezultatele fiind sintetizate în tabelul 8:

Tabelul 8

Anticipări privind realizarea convergenţei (România versus media UE)

Nr. crt.	PIB real per capita exprimat în euro		
	Ritm mediu de creştere (%)		Ani convergenţă necesari
	UE	România	
1	0,57%	2,96%	68
2	1%	3,64%	62

Sursa: Calcule proprii bazate pe date Eurostat.

Reducerea decalajului este deci o problemă esenţială pentru economia României, care s-ar putea realiza prin politici coerente de stimulare a economisirii, de încurajare a investiţiilor, de creştere a exporturilor, de investire în cercetare şi dezvoltare etc.

Cu toate că România a înregistrat, pe perioade determinate de timp, ritmuri de creştere superioare comparativ cu economiile dezvoltate, se poate spune că, o perioadă lungă de timp, nu va exista o aliniere perfectă a tuturor statelor din UE în raport cu procesul de convergenţă.

Nivelul de eterogenitate dintre România şi UEM, într-o viziune restrânsă, ar putea fi apreciat inclusiv printr-un model de tip DSGE[25]. Judecata esenţială de care trebuie să ţinem cont este aceea că, după aderare, creşterea competitivităţii va trebui să substituie, obligatoriu, alte acţiuni interne decât pârghiile politicii monetare. Această opţiune a fost folosită în cadrul unor studii din cadrul Băncii Naţionale a Poloniei[26]. Este necesar a fi studiate efectele provenite de la şocuri asimetrice generate de factori interni, comparând dinamica variabilelor macroeconomice: (a) economia va fi analizată în ipoteza *ceteris paribus*, (b) se presupune că zona euro nu este afectată de nicio turbulenţă şi rămâne pe traiectorie de creştere economică, deşi este posibil ca sistemul să fie perturbat de variaţia şocurilor structurale, (c) pentru o cât mai bună omogenitate, ratele de creştere ale variabilelor economice trebuie să fie exprimate de la trimestru la trimestru, cu baza în lanţ.

[25] Dynamic Stochastic General Equilibrium.

[26] Online pe http://www.nbp.pl/en/publikacje/e_a/euro_adoption.pdf

În ipoteza unui impact pozitiv asupra consumului intern (o creştere a nivelului actual de consum), se calculează ajustarea rezultată. În cazul în care România nu ar fi parte a UEM, o creştere a nivelului de consum conduce la creşterea producţiei şi a inputului de forţă de muncă, dar nu este clar dacă nivelul de investiţii va creşte şi el. Deoarece inputul de forţă de muncă a crescut, costul marginal al acesteia creşte, rezultând o creştere a ratei inflaţiei, care este compensată apoi de banca centrală cu o rată de dobândă mai mare. Putem observa unele efecte adverse atunci când România renunţă la politica monetară autonomă, în principal, deoarece un şoc pozitiv asupra consumului nu ridică obligatoriu nivelul producţiei în România. În cazul unei uniuni monetare, costurile de tranzacţie sunt absente şi, prin urmare, gospodăriile înclină să consume bunuri străine, rezultând o scădere a PIB-ului de provenienţă românească, o scădere şi mai mare a investiţiei locale şi o scădere a inputului de capital. Pe de altă parte, salariul real tinde să crească din cauza scăderii inputului de forţă de muncă. Deoarece producţia a scăzut, exporturile scad, însă importurile cresc, pentru a satisface nevoile de consum ale populaţiei.

În cazul în care România este parte a UEM, investiţiile şi producţia cresc, în principal datorită creşterii eficienţei capitalului. La început, consumul scade, deoarece fondurile sunt canalizate spre investiţii, dar ulterior poate începe să crească. În scopul de a satisface cererea, producătorii furnizează mai multe bunuri, rezultând o creştere a inputurilor de capital şi de muncă şi o creştere a salariilor reale datorită creşterii productivităţii. De asemenea, un efect pozitiv al productivităţii crescute îl reprezintă o inflaţie mai mică. În cadrul UEM, PIB-ul românesc poate fi mai mare, în principal, din cauza creşterii exporturilor, într-o uniune monetară costurile de tranzacţie fiind mai mici. De asemenea, gospodăriile beneficiază de fonduri disponibile pentru a mări consumul, deoarece firmele au produs mai mult. În economie sunt disponibile mărfurile importate care, în prima perioadă, sunt mai căutate decât cele interne, dar, atunci când firmele locale devin mai productive, poate rezulta o creştere a exporturilor.

Se pot studia inclusiv efectele unui şoc de tehnologie. O creştere a eficienţei în sectorul noncomercializabil are un efect pozitiv, deci PIB-ul creşte. Deoarece creşterea consumului este moderată, gospodăriile au fonduri disponibile pentru investiţii şi, prin urmare, rata investiţilor creşte. Efectul pozitiv al acestui şoc continuă cu o scădere a inflaţiei din cauza productivităţii muncii mai ridicate. Când România este în UEM, acest şoc poate crea o volatilitate mai mare a principalelor variabile macroeconomice, a producţiei, inflaţiei, consumului şi nivelului investiţiilor. De asemenea, în

prima perioadă, creşterea PIB-ului este susținută de exporturi mai mari, dar, atunci când impactul tranzitoriu al acestui şoc de tehnologie dispare, producția poate scădea, iar revenirea la echilibru se produce lent. Trecând la sectorul bunurilor comercializabile, acesta colectează principalele beneficii ale aderării la uniunea monetară. În cazul unui şoc de tehnologie în acest sector (creşterea temporară a eficienței), atunci când România este membră a UEM, PIB-ul este aşteptat să crească.

4. Concluzii

Este important să fie studiate scenarii posibile prin prisma şocurilor care pot provoca asimetrii sau dezechilibre, întrucât gradul de eterogenitate între economia românească şi cea a zonei euro este mare. Dacă, după aderare, în sectorul bunurilor comercializabile creşte eficiența, este posibil să crească şi PIB-ul, dar este necesar un studiu asupra nivelului inflației asociate acestei creşteri. Un fapt important de care trebuie să se țină cont este acela că, fără instrumentele de politică monetară (de exemplu, rata nominală a dobânzii şi cursul de schimb), economia este în imposibilitatea de a se stabiliza la fel de repede ca în cazul în care aceste instrumente sunt disponibile. Canalul competitivității nu este în măsură să stabilizeze economia într-un termen scurt, iar orice volatilitate ridicată a inflației şi a PIB-ului poate crea pierderi în termeni de bunăstare a populației.

Principalele concluzii care se desprind sunt următoarele:

1. Impactul crizei financiare a tras un semnal de alarmă asupra necesității stringente de reconsiderare a criteriilor de aderare la zona euro. Darvas (2010)[27] propune ca modalitate de soluționare a acestei situații o recalculare a valorilor corespunzătoare acestor indicatori în concordanță cu evoluțiile recente la nivelul UEM, precum şi extinderea perioadei de evaluare a gradului de îndeplinire a acestor criterii de către statele aspirante, deoarece observațiile empirice au adus clarificări importante la situații similare întâmplate în țări diferite.

Convergența nominală judecată separat de cea reală nu oferă decât o viziune sărăcită de o mare parte din conținut a complexității fenomenului de convergență economică europeană, deoarece macrostabilitatea poate coexista cu fenomenul stagnării sau cu o creştere ”stagnantă” (Ionescu, 2013). Mecanismele evoluției către zona euro ale economiilor europene au demonstrat până în prezent faptul că, *înainte* de adoptarea monedei unice,

[27] Darvas, Z., *The case for reforming euro area entry criteria*, 2010, Institute of Economics, Hungary Academy of Sciences Discussion, p. 22.

convergența reală trebuie să aibă loc odată cu îndeplinirea criteriilor de convergență nominală. Crearea unui mediu favorabil convergenței reale, ca parte importantă a convergenței economice, necesită asigurarea stabilității economice şi monetare precum şi ridicarea performanțelor economice la nivelul țărilor cu cele mai bune rezultate şi practici din partea celor care doresc să adopte moneda unică europeană.

În urma adoptării monedei euro de către un stat membru al Uniunii Europene, puterea de decizie în domeniul monetar este transferată de la banca națională a țării respective către Banca Centrală Europeană, care acționează în mod independent, prin intermediul unei politici monetare unice pentru întreaga zonă euro. Adoptarea monedei unice de către țara noastră înainte de a fi fost realizată o convergență economică *reală* prezintă anumite riscuri. Chiar dacă aderarea la UEM nu ar fi condiționată de îndeplinirea acestor criterii, adoptarea monedei unice şi pierderea capacității de a avea o politică monetară proprie ar influența decisiv atingerea potențialului propriu de creştere economică. După renunțarea la moneda proprie, practic, singurele piețe rămase pentru ajustări ar fi piața forței de muncă, piața bunurilor şi politica fiscală, existând astfel riscul ca, în lipsa controlului asupra modificărilor în rata dobânzii şi a cursului de schimb, să nu se poată asigura ocuparea optimă a forței de muncă şi stabilitatea prețurilor. Adoptarea monedei euro trebuie astfel să reprezinte *punctul final* al efortului de atingere a unui grad ridicat al convergenței reale şi nu o condiție inițială pentru demararea acestui proces.

2. România este astăzi o țară cu o economie relativ fragilă, susceptibilă de a reacționa la factori exogeni şi endogeni temporari. Un proces necontrolat de ieşire din piața românească a băncilor străine şi a capitalului deținut de investitori riscă să ducă la o severă penurie de lichidități sau de credite, la presiuni asupra balanței de plăți şi la pierderi de rezerve, la o depreciere semnificativă a cursului de schimb, deci la efecte generale negative asupra economiei. Pentru ca economia țării noastre să poată ține pasul în momentul trecerii la moneda euro cu ritmul economiilor dezvoltate europene, trebuie ca România să reuşească să realizeze convergența reală cu țările din UEM (prin reducerea decalajelor pe baza unui diferențial superior de creştere), măsurată prin ritmuri medii anuale de creştere ale PIB-ului pe locuitor *superioare celorlalte țări*, iar mai apoi *să mențină* aceste ritmuri susținute pe perioade cât mai lungi.

3. Cea mai importantă chestiune se referă la gradul de convergență economică de care România ar avea nevoie pentru a adopta moneda euro. Din analizele multiple pe această temă a rezultat faptul că România ar trebui

să atingă un grad cât mai semnificativ de convergență reală şi nu numai să îndeplinească criteriile de convergență nominală. Calendarul stabilit la momentul intrării în Uniunea Europeană în 2007 preciza că România urma să adere la zona euro în anul 2014, dar, după declanşarea crizei financiare din 2008, care a cauzat serioase dezechilibre în economia românească, această țintă a fost abandonată. În forma actuală a *Programului de convergență pentru perioada 2013-2016*, Guvernul României nu a mai precizat o dată anume pentru adoptarea monedei euro, precizând însă faptul că *„angajamentul de adoptare a monedei euro este menținut pentru o dată la care va fi atins obiectivul privind îndeplinirea criteriului nominal şi real de convergență"*[28].

Din perspectiva nivelului PIB pe cap de locuitor exprimat în PPP, Slovacia se afla la 73% din media UE27 în anul premergător intrării în zona euro (2008), Estonia la 63% (2011), iar Letonia era la 64% în anul 2012, intrând în UEM în 2014. Concluzia ar fi că România, care în anul 2012 era la numai 50% din media UE, nu ar avea deocamdată un grad semnificativ de convergență reală pentru a fi o prezență cu o economie sustenabilă în zona euro. Aceste analize de tip empiric ne pot determina să constatăm, în primă instanță, că nivelul PIB pe cap de locuitor exprimat în PPP ar trebui să fie de peste 65 la sută din media UEM în momentul intrării României, deoarece în jurul acestei valori s-au aflat alte state membre când au adoptat euro.

Punctul meu de vedere este acela că un grad ridicat de convergență reală este, desigur, de dorit, dar factorul determinant în adoptarea monedei euro îl reprezintă *demonstrarea capacității de a funcționa în cadrul resurselor pe care le poate genera o economie cu o stabilitate sustenabilă.*

În prezent, România nu îndeplineşte decât trei criterii de convergență nominală din cele cinci obligatorii, există şanse ca în anul 2014 să fie îndeplinit şi cel de-al patrulea (referitor la rata medie a dobânzilor la creditele pe termene lungi) şi are posibilitatea ca, printr-o bună coordonare a politicilor monetare, fiscale şi bugetare, să asigure îndeplinirea integrală a criteriilor de convergență în următorii doi-trei ani. Întrucât însă PIB-ul pe locuitor exprimat în PPP al României reprezintă numai 50% din media UE27 (în anul 2012), ar rezulta că nici după trecerea acestor doi-trei ani România nu ar avea un grad de convergență reală *semnificativ* pentru a avea o evoluție sustenabilă în zona euro, deoarece economia noastră nu va putea depăşi 65% din media UEM în timp atât de scurt.

[28] Guvernul României, *Programul de convergență 2013-2016* (aprilie 2013).

Problema pe care o punem în discuție este următoarea: să presupunem că România rămâne cantonată, pentru o lungă perioadă de timp, într-o structură a economiei bazată, în majoritate, pe produse şi servicii cu valoare adăugată relativ mică, dar competitive[29]. Cu acest gen de produse, deşi de succes în Europa, România nu poate creşte substanțial PIB-ul pe cap de locuitor, deoarece costul redus al unității de PIB este factorul principal pentru competitivitatea acestui produs. În această supoziție, se pune problema dacă România ar putea intra totuşi în zona euro, deşi nu ar avea un grad de convergență reală semnificativ mai mare față de cel prezent.

Credem că România ar fi în pericol dacă ar adopta euro în acest caz, deoarece ar afecta standardul de viață al întregii populații.

Adoptarea euro trebuie realizată doar dacă țara noastră demonstrează că poate subzista în limita resurselor pe care le generează economia prin efort propriu, la nivelul de productivitate generală existent şi prin creşterea atractivității ei pentru capitalul străin.

Criza financiară declanşată în anii 2007-2008 a reamintit riscul pe care îl reprezintă economiile cu modele de dezvoltare bazate pe acumularea de datorii şi alte debite asumate peste limitele de sustenabilitate sau cu economii bazate pe servicii în detrimentul ramurilor productive. Dacă, pe de parte, România intrată în zona euro nu va crea un risc pentru stabilitatea prețurilor din această zonă deoarece ponderea economiei sale în total UEM ar fi mică, efectele asupra populației sale prin alinierea prețurilor locale româneşti la cele europene pot fi considerabile. În anul 2011, nivelul prețurilor din România se situa la 58,8 la sută din media UE27, iar în 2012, la 55,5 la sută, în timp ce, în anul premergător trecerii la euro, acest nivel era de 70% pentru Slovacia, 76% pentru Estonia şi 74% pentru Letonia[30].

Având în vedere ponderea redusă a României în economia zonei euro, precum şi evoluția anuală a inflației din România, este clar că nu vom crea o vulnerabilitate sporită în UEM dacă vom adopta moneda euro mai devreme, dar principalul criteriu de judecată trebuie să fie pentru noi *stabilitatea economică a României pe termen lung şi evitarea producerii oricăror instabilități, probabile a se întâmpla sub influența unor anumite tipuri de şocuri identificate.* Aceste riscuri conexe pentru sustenabilitatea stabilității pe termen mediu a economiei româneşti sunt, printre altele, evoluția mărimii relative a creditelor neperformante, evaziunea fiscală, dinamica

[29] De exemplu, producția de automobile Dacia Renault sau Ford.

[30] Conform date Eurostat, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00120

corelației între productivitatea şi costul unitar al forţei de muncă, gradul de integrare a economiei româneşti cu economia UE (produse, servicii financiare etc.)

BIBLIOGRAFIE

1. Albu, L., *The convergence process in the EU estimated by Gini coefficients,* in *Romanian Journal of Economic Forecasting* 4/2012, online pe http://ideas.repec.org/a/rjr/romjef/vy2012i4p5-16.html
2. Andrei, E.A., Huidumac-Petrescu C.E., *Economisirea şi creşterea economică: o analiză empirică pentru ţările zonei euro*, în Economie Teoretică şi Aplicată, vol. XX, nr.7 (584)/2013, pag. 39-55
3. Anghelache C., Dumitrescu C., *Evoluția produsului intern brut al României*, Romanian Statistical Review 1/2013, online pe http://www.revistadestatistica.ro/Articole/2013/RRS_01_2013_a6_ro.pdf
4. Bal, A., *Opinii privind cauzele crizei financiare actuale*, in *The Romanian Economic Journal*, Year 12, No. 31, 2009, online pe http://www.scribd.com/doc/89808960/58799831-art-JE-criz-modif
5. Banca Centrală Europeană, *Rapoarte de convergență 2010, 2012,* online pe http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012ro.pdf şi http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010ro.pdf
6. Banca Națională a României, *Caiete de studii* nr. 16, martie 2006, pe http://www.bnro.ro/Caiete-de-studii-484.aspx
7. Banca Națională a României, *Caiete de studii* nr. 29, iunie 2011, online pe www.bnro.ro/DocumentInformation.aspx?idInfoClass=6786...1;
8. Banca Națională a României, *Raport asupra inflației*, 2012, 2013, online pe www.bnro.ro
9. Bjorksten, N., *Real convergence in the enlarged euro area: a coming challenge for monetary policy*, Bank of Finland, in *Working Papers*, No. 1/2000, online pe http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/Documents/9911jatko.pdf
10. Chant, J., *Financial Stability as a Policy Goal*, in *Essays on financial stability*, in *Technical Report* No. 95, Bank of Canada, 2003, online pe http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf
11. Ciutacu, C.; Chivu, L.; Iorgulescu, R.I., *The Global Financial Crisis: Management of Deficits and Debts*, în *Amfiteatru economic* nr. 3, 2009, p. 735-750
12. Criste, A., *Relevanța modelului de zonă monetară optimă pentru procesul integrării monetare în Europa*, Centrul de Cercetări Financiare şi Monetare „Victor Slăvescu", Academia Română, 2011, online pe http://fs.icfm.ro/SF-4-2011-vol-54.pdf
13. Croitoru, L, *Politica monetară: ipostaze neconvenționale*, Ed. Curtea Veche, 2012, p. 93.
14. Darvas, Z., *The case for reforming euro area entry criteria*, 2010, Institute of Economics, Hungary Academy of Sciences Discussion, p. 22.
15. Dimitriu M., *Economia reală a României în perioada 2005-2010 (II)*, în Studii Financiare vol 3(57)/2012, Centrul de Cercetări Financiare şi Monetare Victor Slăvescu, Academia Română, online pe http://fs.icfm.ro/SF-3-2012-vol-57.pdf
16. Dinga, E. (coordonator), *Sustenabilitatea economică prin politici de ajustare în contextul globalizării*, Ed. Academiei Române, 2011, online pe http://www.edinga.ro/files/comunicate/40.pdf
17. Dinga E, *Despre stabilizatori fiscali automați*, 2011, online pe http://www.edinga.ro/files/studii/6_ro.pdf

18. Dinga, E., prezentare 22.02.2012 la CCFM „Victor Slăvescu", *Tratatul privind stabilitatea, coordonarea şi guvernanța în cadrul UEM*
19. Dochia, A., *Crizele bancare şi financiare: ce ştim şi ce mai putem învăța,* Prezentare susținută cu ocazia sesiunii științifice din 14 aprilie 2009, Grupul de Reflecție ESEN și Secția de Științe Economice, Juridice şi Sociologie
20. Dochia, A., *Noul mecanism de guvernanță economică europeană: limitele tabloului de bord*, 2013, online pe http://cursdeguvernare.ro/noul-mecanism-de-guvernanta-economica-europeana-limitele-tabloului-de-bord.html
21. European Central Bank, *Financial stability review*, 2010, online pe http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201006en.pdf?e4a98829604731bb5628a660af1a756c
22. European Central Bank, *Setting countercyclical capital buffers based on early warning models*, in *Working Paper* 1604/2013 (Behn, Detken, Peltonen, Schudel), online pe http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1604.pdf
23. European Union Regional Policy, *Working Papers*, 2008-2012
24. *Eurostat news releases, Regional GDP per capita in the EU in 2010: eight capital regionsin the ten first places*, 46/2013, March 21, 2013
25. *Eurostat newsrelease indicators*, online pe http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/euroindicators/news_releases
26. Fondul Monetar International, E*xchange rate based stabilization, a model of financial fragility*, in *Working Paper* 122/2000, online pe http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00122.pdf
27. Georgescu, F., *Prezentare cu ocazia decernării titlului de doctor honoris causa al SNSPA*, 2013, online pe http://www.bnro.ro/Decernarea-titlului-Doctor-Honoris-Causa-al-SNSPA-d-lui-prof.-univ.-dr.-Florin-Georgescu-10172.aspx
28. Iancu, A., *Real convergence and integration*, 2008, online pe ftp://www.ipe.ro/RePEc/ror/ror_pdf/wpince090102.pdf
29. Iancu, A. (coord.), *Convergența economică*, vol. 1-2, Ed. Academiei Române, 2009
30. Iancu, A., *Extinderea financiarizării şi accentuarea fragilității sistemului financiar,* INCE, Academia Română, 2012
31. Iancu, A., *Financial System Fragility Model*, Paper prepared for the Romanian Academy Research Program „Methodological Issues in Economics", 2010
32. Iancu, A., *Convergența reală*, studiu realizat în cadrul CEEX Proiect 220 Convergența economică şi rolul în integrarea în Uniunea European
33. Iancu, A., *Real convergence and integration*, Study within the CEEX Programme – Project No. 220/2006 „Economic Convergence and Role of Knowledge in Relation to the EU Integration"
34. Iancu, A., Sinteză privind modelarea fragilității sistemului financiar, în Revista OEconomica, Romanian Society for Economic Science, 2010, online pe ftp://www.ipe.ro/RePEc/ror/ror_pdf/seince101213.pdf
35. Iancu, A., *Transition, Integration and Convergence – The Case of Romania*, Academia Română, INCE, 2010
36. Iancu, A.; Pecican, E.; Olteanu, D., *The regression calculus of economic convergence and the contribution of the institutional factor*, study within the CEEX Programme – Project: „Economic Convergence and the Role of Knowledge in the Context of EU Integration", No. 220/2006
37. Institutul Național de Statistică, *Anuare 2006-2010*
38. Ionescu, C.L., *Economia şi criza mondială – între pozitiv şi normativ*, în *Oeconomica* nr. 2/2009
39. Ionescu, C.L., *Neccesity of a new type of symbiosis between the nominal and the real economy*, in *Financial Studies* 3/2013

40. Ionescu, C.L., *Interdependența dintre economia monetară/nominală şi economia reală în contextul crizei financiare internaționale*, în *Revista UFB*, 2011, online pe http://www.ufb.ro/upload/UFB_Review_1_2011.pdf
41. Ionescu C.L., *Spre simbioza dintre economia nominală şi economia reală*, 2013, online pe http://www.icfm.ro/LucrarileConferinteiEFM-2013.pdf
42. Isărescu, M., *România şi adoptarea monedei euro*, prezentare 20.02.2014, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx
43. Isărescu, M., *România şi zona euro*, prezentare la Conferința Espera 2013, online pe http://www.bnro.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6885
44. Isărescu M., *Țintirea inflației. Raport trimestrial asupra inflației - februarie 2014*, online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx?fld_issue_year=2014
45. Isărescu M., *Țintirea inflației. Raport trimestrial asupra inflației - noiembrie 2013***,** online pe http://www.bnro.ro/Prezentari-si-interviuri--1332.aspx?fld_issue_year=2013
46. Lazea, V., *Lumea post-criză. Cele 5 forme ale hazardului moral din economia mondială*, 2011, online pe http://cursdeguvernare.ro/lumea-post-criza-valentin-lazea-cele-5-forme-ale-hazardului-moral-din-economia-mondiala.html
47. Lupu, I.; Milea, C.; Glod, A.G.; Criste, A., *Effects of economic and financial crisis on nominal convergence indicators in the new member states*, 2009
48. Lupu I.; Pop N.; Criste A.; Milea C.; Şeitan S.M.; Ivan V.; Iordache F.; Ailinca A.; Chirila V., Chirila C.; Ion IARCA; Jianu Daniel MUREŞAN; Daniela Georgeta BEJU; Angela FILIP, *Guvernanța trecerii la euro a noilos state membre ale Uniunii Europene*, în Studii Financiare vol 1 (55)/2012, Centrul de Cercetări Financiare şi Monetare Victor Slăvescu, Academia Română.
49. Marinaş, M.C., *Analiza riscurilor adoptării euro de către România pe baza a zece criterii,* în *Economie teoretică şi aplicată,* vol. XX, nr. 1 (578), 2013, online pe http://store.ectap.ro/articole/814_ro.pdf
50. Minsky, H.P., *Cum stabilizăm o economie instabilă,* Ed. Publica, 2011
51. Pecican, E.St*., Indicatori privind convergența reală şi aplicațiile acestora*, în A. Iancu (coord.), *Convergența economică*, Ed. Academiei Române, Bucureşti, 2009, online pe ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ror/ror_pdf/seince091004.pdf
52. Piciu Gabriela Cornelia, *Banking risks in a global economy*, în Financial Studies 1/2013, Centrul de Cercetări Financiare şi Monetare Victor Slăvescu, Academia Română, online pe http://fs.icfm.ro/6_BANKINGRISKSINAGLOBALECONOMY.pdf
53. Scutaru, Cornelia, *Modelarea şi evaluarea impactului investițiilor directe naționale şi internaționale asupra pieței muncii şi evoluției macroeconomice din România*, Institutul de Prognoză Economică, 2008
54. Şeitan, S.M., *Evaluare privind obiectivul adoptării euro în condițiile macroeconomice actuale,* Centrul de Cercetări Financiare şi Monetare „Victor Slăvescu", Academia Română, 2012, online pe http://fs.icfm.ro/SF-2-2012-vol-56.pdf
55. Societatea Academică Română, *Raport anual 2012*, online pe http://sar.org.ro/raportul-anual-de-analiza-si-prognoza-sar-pe-anul-2012/
56. Socol A.G., Socol C., *Estimarea mecanismelor de stabilizare fiscală automată. Cazul României.*, în Economie teoretică şi aplicată volumul XIX (2012), No. 3(568), pp. 13-25, online pe http://store.ectap.ro/articole/695_ro.pdf
57. Statistical Annex of Alert Mechanism Report 2014, online http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2014_statistical_annex_en.pdf
58. Triandafil, C.M., *Impactul financiarizării asupra procesului de convergență economică în EU*, parte componentă a proiectului de cercetare postdoctorală „Sustenabilitatea procesului de

convergență nominală şi reală în cadrul UE în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială" din cadrul proiectului POSDRU: „Cercetarea ştiințifică economică, suport al bunăstării şi dezvoltării umane în context european", dezvoltat în cadrul Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu"

59. Triandafil, C.M., *Sustenabilitatea procesului de convergență nominală şi reală în cadrul UE în contextul crizei financiare; implicații asupra cadrului de reglementare prudențială*, Lucrare de cercetare postdoctorală, Institutul Național de Cercetări Economice, 2012
60. Viziniuc, M., *Aderarea României la zona euro – o simulare utilizând un simplu model DSGE*, în *Economie teoretică şi aplicată*, vol. XX, nr. 8(585), 2013, p. 11-31
61. http://www.bursa.ro/de-cata-convergenta-reala-avem-nevoie-pentru-a-trece-la-euro-202456&s=print&sr=articol&id_articol=202456.html
62. http://www.economistul.ro/managementul-datoriei-externe-o-lectie-importanta-a-crizei-economice-a4342/
63. http://www.tradeville.eu/despre-tradeville/de-ce-tradeville