

CRIZA FINANCIARĂ ȘI EFECTELE ASUPRA ADOPTĂRII EURO¹

LESZEK BALCEROWICZ
Warsaw School of Economics

Abstract:

The basic question I will try to explore is whether the present financial crisis has changed the assessment of the effects of euro adoption by the new member countries (NMC) which are still outside EMU. In order to do that I will overview the estimates of the entry into the euro zone which were prepared before the crisis and then ask in what ways the crisis would change them.

Key words: financial crisis, euro adoption, convergence criteria, economic and monetary union

JEL classification: E42, F36

1. Introducere: definirea problemei

1) Principala întrebare căreia voi încerca să-i răspund este dacă prezenta criză financiară a schimbat estimările efectelor adoptării euro de către noile țări membre (NMC: *new member countries*) care sunt încă în afara Uniunii Economice și Monetare (EMU: *Economic and Monetary Union*).

Pentru a face acest lucru, voi examina estimările intrării în zona euro ce au fost pregătite înainte de izbucnirii crizei și apoi voi încerca să apreciez în ce măsură le va schimba criza.

Efectele adoptării euro ar trebui împărțite în două:

- i. cele care apar în timpul tranziției la EMU (consecințele îndeplinirii criteriilor de convergență);
- ii. efectele după adoptarea euro, ca membru al zonei euro.

2) Aceste efecte sunt definite ca diferențe ale valorilor diferitelor variabile între două stări:

- i. tranziția la EMU și apoi funcționarea sub EMU;
- ii. situarea, permanent sau cel puțin într-un viitor predictibil, în afara EMU, ca de exemplu funcționarea unui regim monetar național. Acest regim alternativ va fi diferit între state (vezi mai târziu), ceea ce în mod evident va genera estimări variate ale efectelor adoptării euro.

¹ *Background paper* pregătit pentru *workshop-ul "The Financial Crisis and its Impact on Euro Adoption"*, 17 februarie 2009, Parlamentul European, Bruxelles. Versiune preliminară.

La modul general, efectele sunt estimate – pentru orice țară dată – prin compararea unei situații actuale cu una ipotetică. Pentru statele din zona euro, situația ipotetică este ce s-ar fi întâmplat cu economiile acestora dacă s-ar fi situat în afara EMU. Pentru țările din afara zonei euro, situația ipotetică este cum ar fi arătat situația lor economică dacă erau membre ale zonei euro.

De vreme ce situațiile ipotetice, prin natura lor, nu sunt observabile, ele trebuie estimate cu ajutorul modelelor sau al diferitelor comparații încrucișate. În mod inevitabil se vor introduce o serie de – sperăm – educate speculații în estimările efectelor adoptării euro.

- 3) Efectele adoptării euro pot fi împărțite, de asemenea, în:
- i. *directe*, ca de exemplu eliminarea unor costuri de tranzacție, reducerea ratelor dobânzii, eliminarea riscurilor valutare vis-à-vis de euro, și, respectiv, a unei crize valutare.
 - ii. *indirecte* (în ultimă instanță), ca de exemplu creare de comerț, modificări în dinamica investițiilor străine directe, beneficii ale concurenței crescute, modificare a riscurilor de dezechilibre financiare și a ciclurilor economice (*boom-bust cycles*) etc. Efectul sintetic ultim este modificarea ratei creșterii pe termen lung.

Această distincție este importantă deoarece efectele indirecte, care sunt o reacție a efectelor directe, pot să difere ca mărime și chiar ca semn (costuri sau beneficii) în funcție de cadrul instituțional (inclusiv cel politic) care ar însoți adoptarea euro – comparativ cu cadrul care ar exista dacă o țară ar rămâne în afara EMU.

De exemplu, acumularea dezechilibrelor financiare și a bulelor prețurilor activelor și deteriorarea potențială corespunzătoare asupra creșterii pe termen lung ar depinde de poziția fiscală și de politicile macro-prudențiale care ar însoți adoptarea euro.

Faptul că amploarea sau chiar semnul unor anumite efecte depinde de cadrul instituțional ridică o problemă importantă, dar speculativă, a modului în care adoptarea euro poate influența politicile – comparativ cu cele care ar fi fost urmate dacă o țară rămânea în afara EMU. Aici, distincția trebuie făcută între faza de tranziție și faza EMU. În cadrul primei faze, condiționalitatea legată de euro este posibil să îmbunătățească politicile. În cadrul celei de-a doua faze, mare parte din condiționalitate dispare, iar impactul adoptării euro asupra naturii pro-creștere a politicilor este mult mai dificil de determinat. Într-o manieră normativă, aceasta sugerează că atenția ar trebui îndreptată asupra întăririi cadrului de stimulente pentru politici bune în EMU. Aceasta este cu siguranță o provocare, date fiind politicile care sunt urmate în prezent în numele managementului crizei.

- 4) În estimarea efectelor adoptării euro, trebuie să se facă o distincție între condițiile inițiale, incluzând în special regimurile monetare ale noilor țări membre. Din acest punct de vedere, există, în principal, două grupuri de țări:

- i. Țări cu regim monetar legat de euro – consiliu monetar (Țările Baltice, Bulgaria).
- ii. Țări cu sistem de curs de schimb flexibil (flotant) și cu posibilitatea unei politici monetare independente (Cehia, Ungaria, Polonia, România).

Evident, setul de efecte pentru grupul (ii) este mult mai amplu decât cel pentru grupul (i).

5) Efectele adoptării euro sunt convențional împărțite în negative (costuri) și pozitive (beneficii). Cred – rămânând încă la stadiul conceptual – că este de ajutor să se facă distincții mai sofisticate în ceea ce le privește pe amândouă.

- Costurile diferă atât în funcție de probabilitatea de apariție, cât și de mărime. La o extremă, este sigur că adoptarea euro implică costul logistic ce apare o singură dată și este relativ ușor să se estimeze mărimea sa. La cealaltă extremă, este foarte dificil să se estimeze probabilitatea *amplificării*, din această cauză, a ciclului economic și mărimea distrugerilor conexe din economie. Este mai simplu să se spună ce politici preventive ar trebui adoptate pentru a minimiza aceste costuri. Estimarea lor ar depinde apoi, printre altele, de estimarea probabilității de adoptare a unor astfel de politici și de determinarea eficienței lor potențiale în prevenirea acumulării dezechilibrelor financiare și a bulelor prețurilor activelor.
- Același lucru este valabil și pentru estimarea beneficiilor. La o extremă, este sigur că adoptarea euro ar duce la eliminarea costurilor de tranzacție apărute când monedele naționale sunt schimbate în euro. Iar mărimea acestor economii nu ar trebui să fie dificil de estimat. Pe de altă parte, este mai dificil de ajuns la estimările mărimii creării de comerț și a beneficiilor datorate concurenței crescute.

În plus, diferite costuri și efecte ar trebui estimate în *mod dinamic*. Cu alte cuvinte, trebuie dat răspuns la întrebarea dacă respectivele costuri și beneficii tind să se extindă sau să se diminueze în timp.

Pe lângă determinarea tipurilor și mărimii diferitelor efecte, reducerea lor la un *efect net* este, de asemenea, o provocare. Acest efect ar trebui formulat în termeni de modificări ale ratei de creștere pe termen lung. În mod sigur, nu toate efectele parțiale pot fi ușor legate de această măsură. Drept urmare, estimările efectului net al adoptării euro sunt de regulă incomplete, dacă ne referim la setul de efecte parțiale la care se referă.

Efectul net ar trebui, de asemenea, estimat într-un mod dinamic, încercându-se determinarea valorii sale în timp. Astfel, vom vedea dacă beneficiul net potențial de a fi membru EMU ar crește sau ar scădea cu timpul (același lucru este valabil și pentru costul net potențial).

2. Efectele tranziției la EMU

1. Tranziția la EMU poate fi în mare măsură redusă la îndeplinirea criteriilor de convergență. Unele din aceste criterii au fost criticate pe baze economice, cum că ar cauza riscuri și costuri nenesesare pentru țările care aspiră să intre în zona euro (vezi, de exemplu, Pisani ș.a. 2008).

- Criteriul inflație este considerat a fi prea restrictiv. În afară de aceasta, nu este foarte clar ce înseamnă cu adevărat "sustenabilitatea" inflației scăzute.
- Mecanismul ratelor de schimb II (ERMII – *Exchange Rate Mechanism II*) poate expune țările aspirante, care în prezent au regim flotant, la riscuri nenesesare, în special dacă criteriul stabilității cursului de schimb este interpretat într-un mod restrictiv și/sau asimetric.

2. Criteriul fiscal are mai puține critici. Este o temă mai extinsă, care se referă și la membrii actuali ai EMU, și prezintă, în principal, cum să se îmbunătățească cadrul instituțional pentru disciplina fiscală, în special având în vedere expansiunea fiscală prezentă în cea mai mare parte a UE-15. NMC au posibilități mai reduse de a finanța deficitul bugetar crescut, în parte din cauza efectului de *crowding-out*, rezultat al uriașei expansiuni fiscale din țările dezvoltate. Este posibil ca, chiar dacă NMC și-ar permite acest lucru, expansiunea fiscală ar putea produce în economie efecte contrare (efectele non-keynesiene).

3. NMC cu consiliu monetar bazat pe euro s-au confruntat deja cu costurile uriașe ale cursurilor valutare ancorate fix, dar au cunoscut și câteva importante beneficii. Criza financiară prezintă și expansiunea fiscală din economiile dezvoltate au adâncit reculul subit la care sunt expuse economiile emergente. Deoarece noile state membre cu consiliu monetar bazat pe euro sunt foarte mici și sunt puternic "euroizate", singura strategie economică realistă pentru ele este adoptarea rapidă a euro. În acest mod ar elimina riscul unei crize valutare realmente distructive. O interpretare justificată economic a criteriului inflației ar fi foarte importantă pentru aceste țări.

4. Pentru NMC cu sistem de curs de schimb „flotant”, tranziția la euro este mult mai cuprinzătoare și mai complexă. Diferit de grupul anterior, aceasta presupune o schimbare radicală a strategiei monetare, precum tranziția de la flotarea controlată la cea liberă în ERMII. Criza financiară prezintă complicații în mod clar această tranziție. Totuși, Slovacia a reușit să o încheie cu succes în 2008. În același timp, volatilitatea extrem de ridicată a cursurilor de schimb pe perioada crizei actuale a scos în evidență întrebarea în ce măsură un sistem de curs de schimb liber este un absorbant de șoc sau în ce măsură el însuși generează șocul. Pentru NMC cu sistem de curs de schimb "flotant", o interpretare economică realistă a criteriului privind rolul flexibilității cursului de schimb este de foarte mare importanță.

5. Pe lângă criteriile de convergență înțelese la modul subtil, tranziția la euro ar trebui să includă reforme care ar crește efectul net (de exemplu, ar reduce costurile, ar crește beneficiile) al statutului de membru al EMU. În particular:

- toate NMC ar trebui să-și fortifice mecanismele care ar reduce dinamica boom-ului creditului și al declinurilor care îi succedă. Aceasta include, în special, elaborarea de instrumente și proceduri de reglementare macro-prudențială. (de exemplu, cerințe dinamice privind capitalul, provizionare dinamică). De asemenea, facilitățile fiscale care stimulează o creștere excesivă a creditului imobiliar ar trebui eliminate. Aceste măsuri ar trebui introduse și de către actualii membri ai zonei euro, deoarece politica monetară comună nu poate fi adecvată condițiilor economice ale tuturor membrilor, bulele prețurilor activelor tind să fie specifice fiecărei țări în parte;
- cadrul instituțional intern pentru disciplina fiscală ar trebui întărit, iar flexibilitatea piețelor muncii ar trebui crescută. Aceste reforme ar reduce costul eventualelor șocuri asimetrice și ar amplifica rata de creștere economică.

3. Efectele statutului de membru al EMU

1. Este posibil ca efectele nete pentru NMC cu consiliu monetar bazat pe euro să fie în mod evident pozitive. Aceasta deoarece principala modificare pentru ele ar fi eliminarea în cele din urmă a riscului de crize valutare cu efect distructiv. Ele ar trebui, de asemenea, să culeagă beneficiile sub formă de creare de comerț ca urmare a eliminărilor așa numitelor *border effects* (Rose 2000). În același timp, este dificil să se indice costuri semnificative datorate statutului de membru al acestor țări în zona euro. Acestea au suferit deja o expansiune și o contracție a creditului (*boom-bust*) cu efecte distructive în economie, în mare parte din cauza ancorării acestora față de euro, și nu este probabil să existe în viitorul apropiat un pericol de ciclu *boom-bust* similar. Totuși, principala lecție pentru aceste țări ar fi să întărească supravegherea macro-prudențială pentru a reduce riscurile unei noi crize financiare, de data aceasta având deja adoptat euro, și astfel să crească beneficiile nete conexe din adoptarea monedei unice.

2. Calculele pentru țările cu curs de schimb flotant sunt mult mai complexe, deoarece implică mai multe modificări și, în special, modificarea radicală a regimului monetar. Această schimbare, care implică, de asemenea, și rate reale ale dobânzii mult mai scăzute, ar putea crește amplitudinea ciclului creditului și a pagubelor conexe. În același timp, este neclar care sunt proprietățile stabilizatoare ale flotării libere pentru aceste economii (absorbant de șoc sau generator de șoc) și cât de mult afectează volatilitatea cursului de schimb investițiile, și prin acestea,

creșterea economică. Dar, în mod clar, calitatea de membru al zonei euro ar putea crește investițiile. Cercetările existente arată că țările cu curs de schimb flotant (la fel ca și cele cu curs de schimb fix) sunt deja adânc integrate, și ciclurile lor de afaceri și cele ale principalilor parteneri sunt, într-o mare măsură, sincronizate. Din acest motiv, costurile politicii monetare ale Băncii Centrale Europene ce nu se potrivesc dezvoltării ciclului de afaceri nu par să fie mari. Toate fiind luate în considerare, estimările diferitelor efecte ale adoptării euro au semne diferite, iar mărimea lor este dificil să fie măsurată cu exactitate. Într-o astfel de situație, estimarea efectului net presupune utilizarea de modele și de aproximări variate. Iar estimările din modelele pe care le cunosc sugerează că efectul net pentru țările cu curs de schimb flotant ar trebui să fie de asemenea pozitiv. Nu văd cum criza actuală ar putea răsturna această judecată.

Probabilitatea unui astfel de rezultat și mărimea sa ar fi cu atât mai ridicate cu cât reformele fiscale și structurale ar fi introduse în faza de tranziție și menținute în timp.

3. În cele din urmă, voi menționa problema importantă a dinamicii efectelor parțiale specifice și, în consecință, a efectului net. Se pare că cele mai importante costuri potențiale ale adoptării euro (rate ale dobânzii prea mici, producând astfel riscuri de dezechilibre financiare, costuri datorate șocurilor asimetrice) tind să descrească odată cu trecerea timpului și cu convergența reală a NMC. În același timp, cercetările existente sugerează că adoptarea euro ar trebui să ajute aceste economii să recupereze decalajul economic. Între timp, mărimea celor mai importante beneficii nu ar trebui să descrească (ca de exemplu, acelea datorate competiției crescute).

Din aceste considerente, beneficiul net al adoptării euro ar trebui să crească în timp.

Bibliografie

- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jurgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir și Alan Ahearne. 2008. *Coming of age: Report on the euro zone*, Bruegel Blueprint 4.
- Rose A. K. 2000. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy* 30: 9-45.