

UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI DIN CLUJ-NAPOCA
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI
GESTIUNEA AFACERILOR

STRATEGIA ȘI INSTRUMENTELE DE POLITICĂ MONETARĂ
ALE BĂNCII NAȚIONALE A ROMÂNIEI PRIVIND INTEGRAREA
MONETARĂ EUROPEANĂ

Conducător de doctorat:
Prof. univ. dr. Trenca Ioan

Doctorand:
Curiman Mihai Cosmin

CLUJ-NAPOCA
2020

CUPRINSUL REZUMATULUI

CUPRINSUL TEZEI.....	3
INTRODUCERE.....	5
SINTEZA CAPITOLULUI I - ABORDĂRI PRIVIND POLITICA MONETARĂ ȘI A CURSULUI DE SCHIMB-CONCEPTE, OPINII ȘI TEORII	9
SINTEZA CAPITOLULUI II – ROLUL BĂNCII NAȚIONALE A ROMÂNIEI ÎN PROCESUL INTEGRĂRII MONETARE EUROPENE – ADOPTAREA MONEDEI EURO ÎN ROMÂNIA ..	13
SINTEZA CAPITOLULUI III - TEORII PRIVIND ZONELE MONETARE OPTIME – SUPORT PENTRU INTEGRAREA MONETARĂ EUROPEANĂ	19
SINTEZA CAPITOLULUI IV – ANALIZĂ COMPARATIVĂ A EFECTELOR ȘOCURILOR ECONOMICE ȘI MONETARE ÎN ȚĂRILE DIN CENTRUL ȘI ESTUL EUROPEI-CAZUL ROMÂNIEI.....	27
CONCLUZII GENERALE ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII	30
BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ	36

Cuvinte cheie: politica monetară, integrare monetară europeană, stabilitate financiară, criteriile de la Maastricht, rezoluție bancară, zonă monetară optimă, zona euro, regresie auto-vectorială, Uniunea Bancară Europeană, Mecanismul Unic de Supraveghere, Mecanismul Unic de Rezoluție, adoptarea monedei euro.

CUPRINSUL LUCRĂRII

LISTA ABREVIERILOR.....	Error! Bookmark not defined.
INDEXUL REPREZENTĂRILOR GRAFICE	Error! Bookmark not defined.
INTRODUCERE.....	2
CAPITOLUL I - ABORDĂRI PRIVIND POLITICA MONETARĂ ȘI A CURSULUI DE SCHIMB- CONCEPTE, OPINII ȘI TEORII	9
1.1 Abordări conceptuale privind politica monetară.....	Error! Bookmark not defined.
1.2 Strategii de politică monetară – o analiză comparativă cu alte state membre ale Uniunii Europene	Error! Bookmark not defined.
• Țintirea agregatelor monetare	Error! Bookmark not defined.
• Țintirea cursului de schimb.....	Error! Bookmark not defined.
• Ancora nominală și politica monetară	11
• Ancora nominală implicită	12
• Țintirea directă a inflației	12
1.3 Abordările Băncii Naționale a României (BNR) privind politica monetară.....	Error! Bookmark not defined.
• Mix-ul de instrumente de politică monetară folosit de BNR.....	12
• Obiectivul politicii monetare.....	Error! Bookmark not defined.
• Provocări pentru politica monetară.....	Error! Bookmark not defined.
• Implementarea politicii monetare	Error! Bookmark not defined.
• Utilizarea instrumentelor politicii monetare..	Error! Bookmark not defined.
CAPITOLUL II – ROLUL BĂNCII NAȚIONALE A ROMÂNIEI ÎN PROCESUL INTEGRĂRII MONETARE EUROPENE – ADOPTAREA MONEDEI EURO ÎN ROMÂNIA	13
2.1 Crearea și extinderea zonei euro – o analiză a criteriilor de convergență.....	Error! Bookmark not defined.
• Extinderea Zonei Euro	Error! Bookmark not defined.
• Criteriile de convergență nominală și reală.....	Error! Bookmark not defined.
• Cadrul juridic – drepturile și obligațiile SM	15
• Programul și criteriile de convergență juridică.....	Error! Bookmark not defined.
2.2 Participarea în Mecanismul Cursului de Schimb II – un proces. Pregătirea intrării în Mecanismul Cursului de Schimb II	15

- Îndeplinirea criteriului de convergență - cursul de schimb **Error! Bookmark not defined.**

- Avantaje și dezavantaje ale participării la MCS II **Error! Bookmark not defined.**

- MCS II - aspecte economice și riscuri asociate participării la mecanism .. 16

2.3 Aderarea României la Mecanismul Cursului de Schimb II – cerințe și responsabilități **Error! Bookmark not defined.**

- Aspecte ce vizează economia și politicile economice ale României **Error! Bookmark not defined.**

- Accederea în aticameră și durata participării în MCS II 17

- Stabilirea parității centrale **Error! Bookmark not defined.**

2.4 Integrarea în Uniunea Bancară Europeană. Cazul României **Error! Bookmark not defined.**

- Pilonul I – Mecanismul Unic de Supraveghere (MUS) **Error! Bookmark not defined.**

- Procesul de aderare la MUS **Error! Bookmark not defined.**

- Aspecte de natură juridică **Error! Bookmark not defined.**

- Pilonul II – Mecanismul Unic de Rezoluție (MUR) **Error! Bookmark not defined.**

- Procesul de aderare la MUR. Aspecte de natură economică și juridică **Error! Bookmark not defined.**

- Pilonul III – Schema comună de Garantare a Depozitelor (SEGD) **Error! Bookmark not defined.**

- Comunicarea în vederea adoptării euro **Error! Bookmark not defined.**

CAPITOLUL III - TEORII PRIVIND ZONELE MONETARE OPTIME – SUPTOR PENTRU INTEGRAREA MONETARĂ EUROPEANĂ 19

3.1 Teorii și opinii privind zonele monetare optime **Error! Bookmark not defined.**

- Teorii privind zonele monetare optime **Error! Bookmark not defined.**

3.2 Teoria imposibilei trinități – o abordare din perspectiva regimului valutar **Error! Bookmark not defined.**

3.3 Orientări în politica monetară - analiză comparativă privind Cehia, Ungaria, Polonia și România **Error! Bookmark not defined.**

- Banca Națională a Cehiei (BNC) 23

- Banca Națională a Ungariei (BNU) 24

- Banca Națională a Poloniei (BNP) 24

- Banca Națională a României (BNR) 24

CAPITOLUL IV – ANALIZĂ COMPARATIVĂ A EFECTELOR ȘOCURILOR ECONOMICE ȘI MONETARE ÎN ȚĂRILE DIN CENTRUL ȘI ESTUL EUROPEI-CAZUL ROMÂNIEI	27
4.1 Metodologia și datele utilizate	Error! Bookmark not defined.
• Regresia auto-vectorială	Error! Bookmark not defined.
• Datele utilizate.....	Error! Bookmark not defined.
4.2 Rezultate obținute și concluzii	Error! Bookmark not defined.
CONCLUZII GENERALE ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII	30
ANEXE	Error! Bookmark not defined.
BIBLIOGRAFIE	36

INTRODUCERE

Lucrarea de față se constituie într-un studiu referitor la *Strategia și instrumentele de politică monetară privind integrarea europeană* și se înscrie în preocupările teoretice consacrate în literatura de specialitate, dezvoltând prin cercetare aplicată perspective și orientări abordate de către renumiți economiști, atât din occident, cât și din statele noi, ce au aderat sau sunt în curs de aderare la Zona Euro.

Studiile de specialitate au tratat principalele teorii care guvernează moneda, piața monetară și politica monetară, rolul pe care politica monetară îl deține în îndeplinirea obiectivelor fundamentale ale politicii economice generale, cadrul macroeconomic general în care trebuie să acționeze politica monetară, indicând direcțiile de manifestare și de difuzare în economie a acțiunilor politicilor monetare. Mergând mai departe cu demersu, au urmărit eficiența politicii monetare prin intermediul canalelor de transmisie care permit instrumentelor să intervină asupra mărimilor monetare.

În ceea ce privește crearea cadrului instituțional, strategic și operațional, a fost aprofundată problematica integrării monetare europene și politica monetară comună a Uniunii Europene. Principalele coordonate ale procesului de integrare monetară europeană, pornind de la originea integrării monetare – etalonul aur – continuând cu analiza cauzelor care au dus la criza de monedă din perioada interbelică, cu prezentarea Acordurilor de la Bretton Woods și a Fondului Monetar Internațional și

finalizând cu identificarea evenimentelor care au dus la apariția Sistemului Monetar European.

O altă temă dezbătută în special de către economiștii români are drept subiect central politica monetară promovată de Banca Națională a României, analizând cu precădere instrumentele folosite și canalele de transmisie a impulsurilor politicii monetare în activitatea economică în vederea atingerii obiectivelor urmărite.

Printre cele mai importante provocări în aplicarea strategiei în România am *identificat* problema persistenței excesului de cerere în economie, care generează presiuni inflaționiste și creează dileme legate de găsirea unui echilibru între a atinge convergența nominală și a asigura, în același timp, și convergența reală a economiei. De asemenea, *considerăm* că liberalizarea fluxurilor de capital în condițiile unui diferențial mare între dobânda internă și cea externă va continua să creeze constrângeri în utilizarea ratei dobânzii în politica monetară datorită pericolului reprezentat de fluxurile de capital speculative.

În acest moment, 19 state fac parte din Zona Euro (ZE), iar perfectarea UEM trebuie să reprezinte un demers obligatoriu în scopul realizării unei integrări economice solide. Dorind să investigăm și din punct de vedere numeric anumite aspecte ale canalelor de transmisie ale politicii monetare pentru economiile din Cehia, Ungaria, România și Polonia, capitolul aplicativ se înscrie în continuitatea unor studii precum cele realizate de autori precum Maliszewski (1999), Christoffersen et al. (2001), Boțel (2002), Ganev et al. (2002), Creel și Levansseur (2005), Elbourne și de Haan (2006).

Motivația alegerii temei de cercetare este determinată, în primul rând, de stadiul incipient al cercetării în domeniul integrării în Zona Euro. Pornind de la acest aspect, doresc să aprofundez teoriile ce s-au conturat în vederea dezvoltării unei priviri de ansamblu asupra efectelor pozitive și negative ce derivă din acest demers. În cel de-al doilea rând, pentru că este important să înțelegem care este gradul necesar de îndeplinire a criteriilor nominale și reale pentru ca România să obțină o serie de beneficii ca urmare a intrării în Zona euro.

Scopul cercetării este de a analiza și aprofunda aspectele teoretice și metodologice prin realizarea unei abordări unitare cu privire gradul de pregătire a României pentru aderarea la Uniunea Economică și Monetară. Scopul final al

cercetărilor este orientat spre evidențierea nivelului dezirabil de convergență pe care trebuie să îl atingă România pentru ca procesul aderării la moneda europeană unică să reprezinte un succes și investigarea numerică a anumitor aspecte ale canalelor de transmisie ale politicii monetare pentru cele patru economii investigate: Cehia, Ungaria, România și Polonia.

Metodologia de cercetare. Din punct de vedere al suportului teoretico-științific de la care pornește cercetarea, în literatura de specialitate, în acest domeniu, așa cum am amintit anterior, lucrări de cercetare au fost elaborate atât de autori autohtoni, străini precum și lucrări publicate de către departamentele de cercetare ale marilor organisme internaționale.

În vederea atingerii obiectivelor propuse, instrumentele metodologice utilizate au cuprins, în principal: *cercetarea descriptivă, analiza cantitativă, cercetarea empirică, analiza comparativă, deducția.*

În acest context, prezenta teză de doctorat este structurată pe 5 capitole a căror abordare, în sinteză, se prezintă după cum urmează:

În primul capitol, intitulat "*Abordări privind politica monetară și a cursului de schimb – concepte, opinii și teorii*", am abordat o serie de aspecte teoretice de mare importanță actuală, precum: strategiile de politică monetară, ancora nominală și politica monetară, țintirea agregatelor monetare, țintirea cursului de schimb, ancora nominală implicită, politica monetară a Băncii Naționale a României (BNR), mix-ul de instrumente de politică monetară folosite de BNR, obiectivul politicii monetare, provocările existente pentru politica monetară, modul de implementare a politicii monetare, precum și utilizarea instrumentelor politicii monetare.

În cadrul capitolului II, denumit "*Rolul Băncii Naționale a României în procesul integrării monetare europene – adoptarea monedei euro în România*", am analizat aspecte relevante privind: crearea și extinderea Zonei Euro– criteriile de la Maastricht, criteriile de convergență nominală și reală, cadrul juridic – drepturile și obligațiile statelor membre (SM), programul și criteriile de convergență juridică, pregătirea intrării, accesarea în anticameră, durata participării și aderarea în Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II), îndeplinirea criteriului de convergență – cursul de schimb, avantaje și dezavantaje ale participării la MCS II, aspecte economice și riscuri asociate

participării la mecanismul MCS II, aspecte ce vizează economia și politicile economice ale României, stabilirea parității centrale, integrarea în Uniunea Bancară, Pilonul I – Mecanismul Unic de Supraveghere (MUS), procesul de aderare la MUS, pilonul II – Mecanismul Unic de Rezoluție (MUR), pilonul III – Schema Comună de Garantare a Depozitelor (SEGD/ EDIS).

Capitolul III, denumit *"Teorii privind zonele monetare optime – suport pentru integrarea monetară europeană"*, analizează perspectiva de intrare în uniunea monetară în termenii tradiționali ai teoriei zonelor monetare optime, dar și în materie de costuri pe care țările candidate le susțin pentru extindere, cunoscute în literatură drept Mundell II sau noul Mundel, în care rata de schimb și politica monetară independentă reprezintă o modalitate importantă pentru a face față șocurilor asimetrice. Am realizat o analiză sintetică a principalilor factori care determină beneficii dar și costuri ale adoptării euro pentru patru state candidate la Zona euro, respectiv Cehia, Ungaria, Polonia și România, din perspectiva teoriei zonelor monetare optime sau ale autonomiei politicii monetare, conform teoriei imposibilei trinități. În finalul capitolului am realizat o analiză comparativă a orientărilor autorităților monetare din țările menționate anterior pentru anul 2017.

În cadrul capitolului IV, denumit *"Analiză comparativă a efectelor șocurilor economice și monetare în țările din centrul și estul Europei. Cazul României"*, am prezentat modul în care diferite variabile reacționează la șocuri economice și mecanismele de transmisie ale politicii monetare în patru țări din centrul și estul Europei, în perioada 2000-2019. Principalul obiectiv urmărit a fost evaluarea similitudinilor existente în această regiune. Rezultatele au relevat diferențe în modul în care variabilele sunt influențate de șocurile economice, ceea ce pune în evidență eterogenitatea economiilor analizate. Pentru a obține un reper, în analiză am inclus și două țări din Zona euro. De asemenea, am testat robustețea efectelor în diferite eșantioane de timp.

SINTEZA CAPITOLULUI I - ABORDĂRI PRIVIND POLITICA MONETARĂ ȘI A CURSULUI DE SCHIMB-CONCEPTE, OPINII ȘI TEORII

În acest prim capitol am pornit de la prezentarea principalelor abordări conceptuale privind politica monetară. În acest context politica monetară din punctul de vedere al Banca Centrală Europeană este: "ansamblul deciziilor adoptate de băncile centrale pentru a influența costul și disponibilitatea banilor într-o economie". Potrivit Băncii Naționale a României: "Mecanismul de transmisie a politicii monetare reprezintă totalitatea canalelor prin care banca centrală, utilizând un set variat de instrumente de politică monetară, poate influența dinamica cererii agregate și a prețurilor din economie."

Politica monetară constituie un element esențial al politicii economice, deoarece cu ajutorul său băncile centrale pot să acționeze și să influențeze cererea și oferta de monedă din economie. De altfel, scopul principal al măsurilor de politică monetară vizează asigurarea stabilității prețurilor, controlul eficient asupra inflației, respectiv stabilitatea monedei naționale. Un aspect foarte important de evidențiat cu privire la Banca Centrală Europeană este acela că obiectivul aferent politicii monetare vizează strategia de menținere a stabilității prețurilor, precum și a ratei inflației la niveluri inferioare, însă care să varieze în jurul valorii de 2% pe termen mediu.

Mecanismul de transmitere a politicii monetare se referă la modul în care modificările ratei fluxului de numerar afectează activitatea economică și inflația. Transmiterea politicii monetare se referă la modul în care modificările ratei fluxurilor de numerar afectează activitatea economică și inflația. Efectele politicii monetare sunt însă

greu de cuantificat. O rată mai redusă de numerar stimulează cheltuielile casnice (gospodărești) și investițiile în locuințe, parțial prin intermediul creșterii averii și a fluxului de numerar al gospodăriilor. O rată de numerar mai scăzută tinde să conducă la o depreciere a cursului de schimb, ceea ce duce la creșterea exporturilor nete și a inflației importate.

Dezvoltarea unei politici monetare pentru țară reprezintă cea mai importantă responsabilitate a băncii centrale. Aceasta stabilește ritmul economiei, afectează schimbul valutar, ar putea să accentueze inflația și afectează veniturile și cheltuielile, în special în sectorul privat. De altfel, aceasta are legătură cu tot ceea ce influențează masa monetară, precum și costul și disponibilitatea fondurilor împrumutate prin rata dobânzii.

Teoria monetară clasică este prima teorie recunoscută a politicii monetare și este consacrată de către Irving Fisher prin intermediul așa numitei teorii cantitative a banilor sau "The Quantity Theory of Money – QTM", care pune bazele legăturii dintre politica monetară (bani) și variabilele economice. Paradigma financiară tradițională statuează că o politică monetară riguroasă este necesară pentru a susține rata de schimb valutar și a frâna presiunea inflaționistă (Goldfajn și Baig, 1998). Keynes a respins teoria cantitativă a banilor, atât din punct de vedere teoretic, cât și ca instrument al politicii aplicate, argumentând în parte că viteza de circulație a banilor este instabilă și nu constantă. De asemenea, teoria cantitativă a banilor a presupus absența compensării dintre inflație și producție (Keynes, 1936). Keynesianismul a raționalizat că prețurile sunt rigide și cantitatea de bani este ajustată rapid. Cererea de bani nu este exogenă, ci endogenă și depinde de veniturile și ratele dobânzilor, așa cum este explicat în teoria preferințelor de lichiditate. Teoria preferințelor de lichiditate combină cererea de bani cu cantitatea de bani furnizată de banca centrală pentru a determina nivelul de echilibru monetar. Acest echilibru face ca rata dobânzii să influențeze fenomenul monetar (Twinoburyo și Odhiambo, 2018).

Strategiile de politică monetară posibile pentru o bancă centrală sunt: - *țintirea agregatelor monetare*; - *țintirea cursului de schimb*; - *ancora nominală și politica monetară*; - *țintirea directă a inflației*.

În domeniul economic, noțiunea de *strategie* apare pentru a desemna activitatea de planificare, organizare și conducere a operațiilor implicate de atingerea unui anumit obiectiv (Cerna, 2009). În literatura de specialitate și în abordările băncilor centrale se pot identifica destul de puține încercări de definire a noțiunii de strategie de politică monetară iar atunci când un asemenea demers este asumat, conceptul pare a avea o încărcătură explicativă relativ diferită. De exemplu Mishkin, unul dintre cei mai reprezentativi autori din domeniu, în întreaga sa operă, atunci când abordează problematica strategiilor de politică monetară, trece în mod direct la prezentarea particularităților acestora în funcție de ancora nominală utilizată, fără a defini în prealabil, în mod explicit, conceptul de strategie. Într-o asemenea abordare, ancora nominală utilizată de băncile centrale, care reprezintă fără nicio îndoială elementul central de particularizare a diferitelor tipuri de strategii de politică monetară, apare ca fiind și singurul element definitoriu al acestora.

Țintirea agregatelor monetare, strategie fundamentată pe teoria cantitativă a monedei, presupune utilizarea de către autoritățile monetare a unui agregat monetar în calitate de *ancoră nominală* în scopul îndeplinirii obiectivului final al politicii monetare. În practică, o asemenea strategie de politică monetară presupune modificarea ratelor de dobândă nominală pe termen scurt de către băncile centrale în vederea accelerării/încetării creșterii monetare cu o rată stabilită și anunțată în prealabil. O asemenea rată este concepută într-o asemenea manieră încât să fie compatibilă cu obiectivul final al politicii monetare (*stabilitatea prețurilor*).

Țintirea cursului de schimb este o strategie de politică monetară cu o lungă tradiție, în cadrul căreia autoritatea monetară are în vedere realizarea unor intervenții directe (cumpărarea sau vânzarea de valută) și indirecte (prin intermediul ratei dobânzii) pentru a menține cursul de schimb la nivelul sau în intervalul predeterminat. Astfel, cursul de schimb servește ca ancoră nominală sau obiectiv intermediar al politicii monetare. Strategia de țintire a cursului de schimb este asociată cu diferite aranjamente ale cursului de schimb cum ar fi: aranjament de curs fără monedă legală separată (exchange arrangement with no separate legal tender), consiliu monetar (currency board arrangement), curs de schimb fix convențional (conventional fixed peg arrangement), curs de schimb fix cu bandă orizontală (pegged exchange rate with

horizontal bands), rată de schimb târâtoare (crawling peg), curs de schimb fix cu bandă ajustabilă (exchange rate with crawling bands).

Ancora nominală reprezintă un element central al strategiilor de politică monetară în toate țările fiind utilizată în calitate de obiectiv intermediar al politicii monetare în vederea asigurării îndeplinirii obiectivului final al acesteia. Ancora nominală apare sub forma unei variabile nominale macroeconomice (cum ar fi cursul de schimb, oferta de monedă, rata dobânzii, nivelul inflației, venitul nominal, nivelul prețurilor), utilizată de autoritatea monetară ca o constrângere exercitată asupra valorii monedei naționale. Aderarea la o ancoră nominală forțează de fapt autoritatea monetară să conducă politica monetară astfel încât variabila macroeconomică nominală utilizată în calitate de ancoră să rămână poziționată într-un interval predefinit sau fixată la un anumit nivel prestabilit.

Ancora nominală implicită, strategie de politică monetară, specifică și Federal Reserve din Statele Unite ale Americii, evidențiază preocuparea autorității monetare americane de a controla inflația pe termen lung.

Țintirea directă a inflației alături de o ancoră nominală credibilă, reprezintă în opinia unanimă modalitatea prin care obiectivul principal pe termen lung al politicii monetare, stabilitatea prețurilor, poate fi atins. Bernanke et al. (1999) subliniază faptul că țintirea inflației este o strategie de politică monetară caracterizată prin patru elemente fundamentale: anunțarea publică a unei ținte de inflație pentru unul sau mai multe orizonturi de timp, recunoașterea explicită a faptului că o inflație scăzută și stabilă reprezintă obiectivul primordial pe termen lung al politicii monetare, o orientare puternică către comunicarea cu publicul cu privire la acțiunile și obiectivele autorității monetare și mecanisme de consolidare a responsabilității băncii centrale cu privire la atingerea acestor obiective. Avantajele suplimentare față de țintirea cursului de schimb și țintirea agregatelor monetare sunt posibilitatea promovării unei politici monetare independente, orientată către considerente interne, nu se bazează pe stabilitatea relației dintre bani și inflație, dă posibilitate autorităților monetare să utilizeze toate informațiile disponibile în cadrul procesului de fundamentare a deciziei de politică monetară.

Mix-ul de instrumente de politică monetară folosit de BNR este divers, dar în cazul detectării unui exces structural de lichiditate în piață, se poate observa că sunt utilizate mai frecvent instrumente precum: operațiunile pe piața deschisă (engl. open market operations), facilitățile permanente (engl. standing facilities), rezervele minime obligatorii (RMO), intervențiile pe piața valutară.

SINTEZA CAPITOLULUI II – ROLUL BĂNCII NAȚIONALE A ROMÂNIEI ÎN PROCESUL INTEGRĂRII MONETARE EUROPENE – ADOPTAREA MONEDEI EURO ÎN ROMÂNIA

Aderarea României la Uniunea Europeană la 1 ianuarie 2007 a fost rezultatul unei perioade de eforturi susținute pe linia reformării societății și economiei românești. Semnarea de către România a Tratatului de aderare la Uniunea Europeană presupune că la un moment dat țara noastră, ca de altfel toate țările membre UE, *sunt obligate să adopte moneda euro*. În această perioadă România are *derogare* de la acest demers și, în conformitate cu Art. 122 din TFUE, această calitate o au statele ce nu îndeplinesc criteriile de adoptare a monedei euro. Deși este o decizie *eminamente politică*, aderarea la Zona euro, trebuie să țină cont de experiențele anterioare și de îndeplinirea criteriilor economice, aceasta fiind modalitatea de maximizare a avantajelor ce decurg din apartenența la un astfel de „club select”.

Pentru cronologie am relatat pe scurt evenimentele și partea de început a Uniunii Economice și Monetare. Momentul prim poate fi considerat Tratatul de la Roma 1, care avea obiective limitate (în vigoare la 1 ianuarie 1958), de realizarea unei uniuni vamale și a pieței agricole comune.

Începutul *procesului de integrare monetară*, conform BCE, respectiv bazele negocierilor despre cooperarea monetară și o monedă comună, au avut loc în anul 1962, iar documentul poartă numele de *Memorandumul Marjolin*. În anul 1969, la Haga, a fost elaborat obiectivul de realizare a Uniunii Economice și Monetare (UEM), a fost redactat planul Werner cu obiectivul de liberalizare a mișcărilor de capital,

convertibilitatea monedelor țărilor membre și fixarea cursurilor de schimb, iar în anul 1972, la Paris, a fost agreat mecanismul „șarpele în tunel”.

În vederea adoptării monedei unice, SM trebuie să-și dezvolte un *plan propriu* de înlocuire a monedei naționale cu euro și o strategie de conformare. Primelor 11 țări care au adoptat moneda euro (Austria, Belgia, Finlanda, Franța, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia și Spania) le-a urmat Grecia (2001). În acest demers de adoptare a euro, statul candidat poate adopta unul dintre următoarele scenarii: *Madrid* (perioada de tranziție acordată este între ziua în care statul devine membru al ZE și ziua în care moneda euro intră fizic în circulație), *Big – Bang* (atunci când adoptarea monedei unice coincide cu prima zi de circulație a euro), *Big – Bang cu o perioadă de tranziție* (similar celui de-al doilea scenariu, însă în plus este adăugată o perioadă de tranziție pentru ca documente legale, precum contractele să fie denumite în euro) Comisia Europeană îl recomandă pe cel de-al doilea.

Viteza cu care țările UE aderau la moneda unică a scăzut comparativ cu perioada anterioară anului 2008, momentul izbucnirii crizei care a cauzat o deteriorare a indicatorilor macroeconomici, atât în rândul țărilor ce doreau să acceseze ZE, cât și a unora dintre membrii euro zonei care, în acea perioadă, nu mai respectau criteriile de aderare.

Fundamentele întemeierii criteriilor de la Maastricht, au format *etalonul* după care o țară este sau nu eligibilă în vederea aderării la moneda unică. În scopul ca Zona euro să poată da răspunsuri ferme, în eventualitatea apariției unor șocuri asimetrice, au fost concepute și adoptate *criteriile de la Maastricht* privind: (a) stabilitatea prețurilor, (b) dobânzile pe termen lung, (c) deficit public și datorie publică, (d) stabilitatea cursului de schimb. Tratatul de la Maastricht prevede atingerea unui „grad înalt de convergență durabilă” ca o condiție prealabilă a adoptării monedei unice de către un stat membru.

Raportul de convergență elaborat de BCE în iunie 2020 scoate în evidență, în ceea ce privește respectarea criteriilor de la Maastricht, o *evoluție limitată comparativ* cu rezultatele evidențiate în precedentul raport.

În conformitate cu Raportul de convergență elaborat de BCE în luna iunie 2020, în „luna martie 2020, rata medie anuală a inflației IAPC înregistrată de România a fost

de 3,7%, nivel mai ridicat decât valoarea de referință de 1,8%¹ corespunzătoare criteriului privind stabilitatea prețurilor”. Conform *criteriului stabilității prețurilor*, ce subliniază că rata inflației nu poate depăși cu mai mult de 1,5 % rata medie a primelor 3 țări membre ce înregistrează cele mai bune rezultate și raportat la acesta, România *nu îndeplinește criteriul*, depășind cu 1,9 puncte procentuale valoarea etalon.

În ceea ce privește criteriul ce evaluează *finanțele publice*², componenta ce vizează datoria publică a fost la 34,7% din PIB în anul 2018 și la 35,2% în 2019, astfel că „în România datoria publică s-a încadrat în nivelul prevăzut de criteriul corespunzător de la Maastricht”. În ceea ce privește deficitul bugetar, acesta a crescut de la 2,9% în 2018 la 4,3% în 2019 și „a depășit valoarea de referință de 3% din PIB în anul 2019, astfel că s-a inițiat *procedura de deficit excesiv* în luna aprilie 2020, conform căreia trebuie să își corecteze deficitul excesiv până în anul 2022, cel târziu.”

În acest context, reiese că România, conform acestui criteriu, *se încadrează* doar în ceea ce privește *datoria publică* ce nu depășește 60% din PIB. În privința criteriului *cursului de schimb*, acesta *nu este îndeplinit* deoarece România nu este participantă la MCS II iar despre criteriul *ratelor dobânzilor pe termen lung*, raportul BCE semnalează o scădere continuă încă din anul 2010, când se situau la o valoare de aproximativ 10% până la o valoare medie în luna martie a anului 2020 de 4,4%. Chiar și în acest context valoarea depășește nivelul de referință de 2,9%, corespunzătoare criteriului de convergență privind ratele dobânzilor³.

În vederea *aderării la ZE*, îndeplinirea doar a criteriilor nominale nu este suficientă, întrucât experiența ultimilor ani (în țări precum Spania, Portugalia, Grecia) evidențiază că, în lipsa unei compatibilități structurale și instituționale a echilibrelor economice solide, translatate în convergență reală și durabilă (venit/locuitor) și fără o robustețe a economiei, poziția în ZE este precară iar după aderarea la ZE aceste

¹Valoare ce reprezintă media ultimelor 12 luni din Portugalia, Cipru și Italia la care se adaugă 1,5 puncte procentuale

²deficitul bugetar nu poate fi mai mare decât 3 % din PIB, iar datoria publică nu poate fi mai mare decât 60 % din PIB

³Conform BNR, rata dobânzii pe termen lung nu trebuie să depășească cu mai mult de 2 puncte procentuale rata celor 3 state membre care înregistrează cele mai bune rezultate în materie de stabilitate a prețurilor.

dezechilibre nu mai pot fi corectate prin *deprecierea monedei naționale*. Managerierea dezechilibrelor după aderarea la ZE se face printr-un *control strict al deficitelor bugetare*, utilizarea instrumentelor macroprudențiale și ajustarea veniturilor/salariilor (așa numita „devalorizare internă”), ceea ce înseamnă *oprirea creșterii sau chiar reducerea prețurilor și salariilor interne în termeni nominali*, proces ce se poate dovedi costisitor dacă luăm în calcul, atât factorii sociali , cât și pe cei economici.

Participarea în Mecanismul Cursului de Schimb II, reprezintă zona de verificare pentru o *perioadă obligatorie de minimum doi ani de funcționare* (termenul maxim nu este cunoscut), timp în care trebuie demonstrat că economia rămâne stabilă fără a se face uz de cursul de schimb leu/euro ca instrument major de corecție. Pentru a depăși această etapă este necesară îndeplinirea concomitentă a următoarelor obiective:

- criteriile nominale deja îndeplinite sunt menținute stabile; - crește convergența reală, cursul de schimb este menținut în marja stabilită - aprecierea leului este permisă, dar deprecierea reprezintă neîndeplinirea criteriului.

Termenul maxim de testare în MCS II nu este cunoscut și se *prelungeste* dacă economia nu se ajustează în absența cursului de schimb. De aceea, momentul și paritatea Euro/Leu trebuie determinate corect, având în vedere nivelul de competitivitate economică, echilibre/dezechilibre macroeconomice și convergența reală (PIB/loc).

Potențialul de stabilizare în cadrul MCS II diferă în funcție de nivelul de convergență al fiecărei economii, ținând cont de evoluția economiei, faza ciclului economic, coerența politicilor economice. De aceea, pentru țările cu economii emergente care se confruntă cu intrări și ieșiri de capital străin ce creează aprecierea monedelor naționale sau pentru statele membre UE ce se confruntă cu decalaje mari și lipsa de robustețe în ceea ce privește politicile fiscale și structurale, concluzia conduce către o *balanță negativă* în cazul analizei privind avantajele și dezavantajele unei astfel de decizii.

Chiar dacă MCS II este o zonă de testare cu regim de curs fix, are o oarecare *flexibilitate* datorată caracterului ajustabil adus de existența benzii de fluctuație de +/- 15% în jurul parității alese. Odată cu aderarea la mecanism, pentru țările membre ale Uniunii Europene ce au implementat un curs de schimb fix, nu este o schimbare *de facto* dar, în ceea ce privește SM care au *optat* pentru cursul flexibil și au menținut o

autonomie ridicată a politicii monetare (ex. Romania), acest demers ar conduce la o schimbare *de facto* a regimului cursului de schimb prin permiterea fluctuațiilor doar în banda parității centrale fixate. O astfel de abordare presupune ajustarea dobânzii la valorile ce sunt preponderente în ZE, demers ce incumbă că, atât povara reacției și absorbirii șocurilor asimetrice, a ajustării economiei (politici structurale, politici macroprudențiale), cât și stăpânirea inflației , *să cadă în sarcina politicii fiscale*.

Trebuie, de asemenea, avut în vedere și fenomenul inflaționist cauzat de diferențele de convergență reală care, cu cât sunt mai mari, cu atât este mai scăzută capacitatea de intervenție a politicilor economice.

În cazul țărilor care au drept strategie a politicii monetare *țintirea directă a inflației* (România din august 2005), fluctuațiile cursului de schimb au impact major asupra stabilității prețurilor. În acest context, o participare la MCS II, concomitent cu menținerea strategiei țintirii inflației, reclamă existența, din punct de vedere cantitativ, atât a obiectivului ce are în vedere inflația, cât și a celui ce privește cursul de schimb.

În situația nedorită a prelungirii perioadei de participare în MCS II, la mai mult de doi ani, demersul poate avea efecte negative asupra credibilității BCN, scăzând rolul său de factor stabilizator, din cauza unei înțelegeri și acceptări scăzute a deciziilor de politică monetară din partea populației, pe fondul presiunilor macroeconomice cauzate de mixul dintre țintirea directă a inflației și rata de schimb fixă.

Este imperios necesar ca *economia românească* să fie pregătită temeinic înaintea depunerii solicitării de participare la MCS II, astfel încât să poată rezista pretențiilor mecanismului, iar rezultatul demersului să fie unul de succes. *Domeniile* în care ar trebui făcute *intervenții* în vederea realizării unei convergențe ridicate sunt: - stabilitatea economică și politică, - creșterea nivelului competitivității, - a potențialului creșterii economiei și flexibilității acesteia, - creșterea rezilienței la șocuri.

Lecțiile oferite de criza Zonei euro au demonstrat că accesarea la MCS II și ulterior la ZE fără o convergență sustenabilă poate conduce la dezechilibre și la diminuarea sau chiar pierderea posibilelor beneficii ale acestui proces.

La nivel European sunt *diferențe majore*, atât în ceea ce privește structura economică a statelor membre în curs de aderare, cât și în privința cursului de schimb, regimului monetar, sau a gradului de convergență nominală și reală. În acest context,

nu se poate recomanda o cale general valabilă tuturor satelor candidate către un rezultat de succes al participării la MCS II. Un astfel de model nu există și de aceea *strategia de aderare trebuie să fie specifică*, creată pentru fiecare situație particulară și să conțină *evaluări* pe parcursul întregului proces, iar recomandările să aibă un caracter specific, ținând permanent cont de principiul tratamentului egal.

Pentru o țară membră UE, în vederea asigurării succesului aderării, este de o importanță extremă *alegerea momentului depunerii candidaturii* pentru a participa la MCS II, a perioadei de participare și, totodată, *stabilirea parității centrale* și a marjei de fluctuație a cursului.

Stabilirea parității centrale și a benzii de fluctuație comportă agrearea unor parametri acceptați de comun acord între BCE, CE, Eurosistem, BCN și guvernele țărilor membre UE. Anterior depunerii cererii de participare la MCS II sunt necesare consultări care au caracter confidențial, cauzate de necesitatea menținerii informațiilor privind rata centrală și intervalul de fluctuație, până la intrarea în mecanism. Majoritatea specialiștilor consideră că paritatea centrală trebuie să urmeze nivelul cursului de schimb real determinat pe o perioadă lungă de timp și că fluctuații majore pot cauza scăderea performanței economiei.

Întreaga gândire a *modelului de constituire a Uniunii Bancare Europene (UB)* are la bază nevoia de consolidare a Uniunii Europene (UE), iar pentru ca demersul să atingă obiectivele scontate s-a ajuns la concluzia că fundamentele Uniunii Economice și Monetare trebuie să fie consolidate. În contextul recente crize economice și financiare, bazele UB - demers ce se adresează, atât statelor din ZE. cât și celor din afara ei ce pot participa în mod voluntar - au fost puse pe trei piloni:

- mecanismul unic de supraveghere (MUS);
- mecanismul unic de rezoluție (MUR);
- schema comună de garantare a depozitelor (SEGD).

Pentru ca România să poată lua o decizie cu privire la participarea la UB, înainte de adoptarea monedei unice, trebuie să dețină o *strategie proprie* pentru îndeplinirea cerințelor UE la nivel național. În acest demers *strategia de aderare la UB a BNR trebuie să se constituie drept parte intergrantă a strategiei naționale de aderare la cadrul instituțional european*, iar odată cu semnarea aderării la UB, va avea loc o

pierdere a suveranității băncii centrale naționale. **Astfel, BNR va ceda BCE prerogative ce privesc politica monetară, supravegherea pieței bancare din țara noastră și în domeniul rezoluției bancare către Comitetul Unic de Rezoluție.**

SINTEZA CAPITOLULUI III - TEORII PRIVIND ZONELE MONETARE OPTIME – SUPPORT PENTRU INTEGRAREA MONETARĂ EUROPEANĂ

O foarte lungă perioadă de timp s-a considerat că statele trebuie să aibă *propria monedă*, aceasta fiind privită ca un *aspect esențial de suveranitate*. Fără controlul propriei monede, libertatea autorităților de a-și conduce politica monetară este sacrificată automat. O zonă valutară optimă, în opinia lui Mundell (1961), este o arie geografică formată din mai multe state, care se *reunesc* în scopul comun de a evita șocurile asimetrice și cele două balanțe: *balanța internă* (gradul maxim de ocupare a forței de muncă, stabilitatea prețurilor, inflație scăzută) precum și cea *externă* (o poziție sustenabilă a *balanței de plăți*).

Punctul de plecare în fundamentarea acestei teorii a fost acela că Mundell și-a dat seama că situația monetară reală nu putea să ofere țărilor care au apelat la principiul one country - one currency cele mai bune aranjamente monetare posibile și, ca urmare, ar fi mai avantajos să rezulte un număr mai mic de valute comparativ cu numărul de țări. Provocarea a fost aceea a clarificării circumstanțelor în care o regiune sau o țară poate beneficia de pe urma aderării la o uniune monetară în condițiile de mai sus.

Gândirea lui Mundell (1961) a identificat *patru criterii* necesare pentru ca o regiune să se califice drept zonă optimă de monedă:

- piețe flexibile pentru capital și forță de muncă care să permită factorilor de producție să se deplaseze cu ușurință din zonele în care se înregistrează un excedent către zonele care se află în deficit, astfel încât să se compenseze în mod natural aceste dezechilibre;

- prețurile și salariile ar trebui și ele să fie ajustabile în funcție de cerere și ofertă și să semnalizeze capitalului și forței de muncă unde anume să se deplaseze;
- cicluri economice similare, permițând Băncii Centrale Comune să acționeze stabilizator pentru întreaga regiune (să nu favorizeze unele țări și să le destabilizeze pe altele);
- mecanisme de repartizare a riscurilor care să permită, atunci când ciclurile economice nu sunt aliniate, transferuri fiscale (încasarea taxelor într-o zonă aflată în surplus și redistribuirea în zonele aflate în recesiune).

În cercetarea inițială a lui Mundell (1961) țările erau supuse efectelor a două tipuri de *șocuri asimetrice*, pe partea *cererii*, : *șocuri de amplitudine* (cu efect asupra volumului de consum sau investiții) și *șocuri de structură* (cu efect asupra schimbării raportului de cerere între produsele interne și cele de import). Șocurile sunt interpretate ca fiind simetrice dacă perturbările sunt puternic corelate între țări și le lovesc cu aceeași intensitate și, pe cale de consecință, *costurile de ajustare* sunt mult reduse comparativ cu șocurile asimetrice care lovesc în mod discreționar (inegal). Plasarea sarcinii recesiunii și devalorizării într-o singură țară nu este sustenabilă conform lui Mundell (1961). Altfel spus, un curs de schimb flotant, care concentrează un șoc economic în țara de proveniență, este mult mai costisitor decât situația în care moneda este împărțită între mai multe țări și economia globală a regiunii ar beneficia de pe urma absorbției șocului economic în ansamblul ei.

Astfel, problema formării unei zone optime de monedă a fost văzută ca o nouă bază teoretică pentru ajustări la șocuri asimetrice, adică la factori exogeni care produc turbulențe semnificative în cadrul unei regiuni sau țări.

Importante argumente aduse de autori contemporani stipulează faptul că *moneda unică* potențează relațiile comerciale dar și *sincronizarea ciclurilor de afaceri*, precondiție văzută ca absolut necesară de către fondatorii conceptului de zonă monetară optimă.

O provocare importantă survine din partea lui Lucas (1976), cunoscută în literatură drept *critica lui Lucas*, care menționează faptul că integrarea monetară trebuie înțeleasă ca o schimbare fundamentală a regimului politic, cunoscut fiind faptul că voința politică este cea care a menținut uniunile monetare de-a lungul timpului.

Numeroasele studii empirice arată că fără o convergență reală (venit per locuitor asemănător în toată Uniunea pe o perioadă lungă de timp), fără o compatibilitate structurală, criteriile de convergență nominale nu sunt suficiente.

Astfel, putem aprecia că eterogenitatea economiilor statelor dispuse să adere la un mecanism monetar unic, precum și riscul de apariție a șocurilor asimetrice ar trebui să situeze teoria zonelor monetare optime într-o arie de aplicare prudentă și cu un optimism moderat.

Doctrina imposibilei trinități sau trilema macroeconomică afirmă pur și simplu că o țară *nu poate menține simultan* stabilitatea cursului de schimb, mobilitatea capitalului și independența monetară. Potrivit acestui postulat, fiecare națiune poate alege *nu mai mult de două* dintre următoarele trei caracteristici ale *regimului său de politică monetară*:

- piața deschisă de capital (mobilitatea liberă a capitalului transfrontalier);
- politică monetară independentă
- regimul cursului fix (*engl.* pegged exchange rate).

Trilema a fost rezolvată în favoarea *stabilității cursului de schimb* pentru a încuraja reconstrucția comerțului în perioada postbelică. Era evident că pentru a avea un comerț dezvoltat era nevoie de plăți fără constrângeri, deci un fel de sistem pentru stimularea creditului a fost necesar, cel puțin pe termen scurt.

În ceea ce privește teoria imposibilei trinități, sub condiția unei mobilități ridicate a capitalului internațional, cursul de schimb flexibil ar permite factorilor de decizie să implementeze politica monetară independentă. Pornind de la argumentele care favorizează regimul de curs flexibil: un sistem flexibil de curs este prezentat de obicei de proponentii săi ca un instrument prin care deprecierea poate ține locul șomajului, iar dacă balanța externă este în deficit, aprecierea cursului poate să înlocuiască inflația (Mundell, 1961); acesta ar constitui suport pentru menținerea independenței monetare.

Concluziile evidențiază că în situația în care autoritățile interne nu pot valorifica independența politicii monetare, acest atribut trebuie abandonat pentru a importa stabilitate din alte țări. Aderarea la un curs fix în condițiile liberei circulații a capitalurilor, caracteristică specifică economiilor din Europa Centrală și de Est, se pierde

independența politicii monetare, precum și dreptul de a stabili în mod independent rata dobânzii sau variabilitatea cursului de schimb, ca instrument de ajustare.

Pentru țările care intenționează să adopte euro, *politica monetară și cea valutară pe perioda dintre aderarea la UE și adoptarea euro este foarte dificil de formulat și va depinde mult de factorii reali (incluzând rata de echilibru pentru aprecierile reale și variate caracteristici structurale) dar și de alți factori, precum credibilitatea ratei dobânzii raportată la rata Zonei euro ca rată terminală (țintă).*

Aceeași strategie nu este potrivită pentru toate țările ECE și se așteaptă ca țările cu venituri medii să crească mai repede decât cele cu venituri ridicate, pentru a realiza *convergența nivelului de venituri, datorită faptului că oferă o rată mai mare de rentabilitate a capitalului.*

În concluzie, *implicațiile* asupra politicii monetare pentru țările candidate la Zona Euro pot fi sintetizate astfel:

- forțele economice reale care privesc condițiile de producție și drumul către echilibrul cursului de schimb real *limitează independența politicii monetare* a acestor state și le face extrem de sensitive la condițiile piețelor de capital externe;
- posibilitatea influențării cursului de schimb nu rezolvă această problemă pentru că nu este doar un fenomen nominal (regimul cursului de schimb are implicații reale semnificative);
- în anumite circumstanțe, *prima de risc* poate produce o anumită protecție împotriva influențelor copleșitoare (*engl. overwhelming*) din piețele de capital externe. Dar cum ele sunt influențate de dezvoltările de pe piețele externe și de efectul de contagiune, pot fi sursa unor șocuri ample și imprevizibile. Elementele comune cu care se confruntă aceste state referitor la mediul extern sunt intrările mari de capital afectate de schimbări în condițiile pieței indiferent de regimul cursului de schimb al țării în tranziție.

Așa cum am văzut anterior, teoria zonelor monetare optime evidențiază *avantajele ratelor de schimb fixe*, specifice uniunii valutare, comparativ cu cele ale *cursurilor flotante* de care statele eligibile fac uz înainte de aderare. *Avantajele* apartenenței la o uniune valutară sunt în general legate de promovarea comerțului și a

creșterii economice, în timp ce *dezavantajul*, singurul consacrat, este pierderea controlului asupra politicii monetare.

Unele dintre țările membre UE *nu îndeplinesc criteriile zonei monetare optime* și unul dintre argumentele aderării în aceste condiții ar fi *endogenitatea zonelor monetare*. Prin adoptarea monedei euro, aceste țări ar promova în cele din urmă comerțul cu avantajele pe care le aduce moneda comună, în timp ce lipsa de corelație a economiei ar diminua din efectele pozitive. Dincolo de elementele de endogenitate, riscurile șocurilor asimetrice rămân substanțiale. În afară de flexibilitate, principalul instrument pentru a face față șocurilor este politica fiscală, dar *UE nu este o federație*, iar capitalul contraciclic necesar este mai greu de aplicat în practică.

Un *criteriu standard* pentru evaluarea stadiului în care se află economia sau a nivelului de pregătire anterioară deciziei de intrare în uniunea monetară este *gradul convergenței reale*. Evaluarea stadiului în care se află economia sau a nivelului de pregătire anterioară deciziei de intrare în uniunea monetară trebuie să pornească de la *cuantificarea gradului de convergență reală*. Țările candidate trebuie să realizeze o *sincronizare a ciclului de afaceri* cu Zona Euro pentru o simetrie a șocurilor. Dacă țara înregistrează o încetinire a activității economice atunci când întreaga zonă monetară anunță o situație similară, înseamnă că politica monetară a BCE este potrivită pentru toate statele membre dar și pentru noile candidate. Dacă însă corelația ciclică este scăzută, respectiva economie se va confrunta cu constrângeri din punct de vedere al gestionării ratei dobânzii. O altă interpretare a convergenței reale ar fi *structura similară a economiei*. Similaritatea ar presupune, printre altele, dimensiunea sectorului privat, distribuția ocupării forței de muncă pe sectoare asemănătoare și similitudinea structurilor de producție. O diferență între structurile economiilor poate constitui o sursă de șocuri asimetrice. O a treia interpretare a convergenței reale este *nivelul similar al productivității*, al venitului pe cap de locuitor și al prețurilor relative ale bunurilor necomercializabile. Arhitecții Zonei euro au văzut în această convergență reală sau convergența ciclică drept calea de urmat pentru statele care își pregătesc reziliența economiilor pentru accederea la uniunea monetară, pentru implicațiile ulterioare pe care le presupune o monedă comună. În fine, o altă interpretare a convergenței reale ar însemna și reducerea decalajelor de productivitate și venituri reale între Est și Vest.

Oricum, Tratatul de la Maastricht obligă candidații să aștepte până când sunt *îndeplinite cumulativ și constant* cele patru criterii de convergență reală: stabilitatea prețurilor, sustenabilitatea poziției fiscale, stabilitatea cursului de schimb și convergența ratelor dobânzilor pe termen lung.

În continuare, ne propunem o *analiză sintetică* a orientărilor *politicii monetare* la nivelul anului 2017, pe exemplul țărilor care fac obiectului *studiului econometric* din capitolul următor.

De exemplu, principalul obiectiv al politicii monetare al *Băncii Naționale a Cehiei (BNC)* este *menținerea stabilității prețurilor*. Din ianuarie 1998, acest scop a fost realizat în cadrul unui regim de țintire a inflației în care BNC încearcă să mențină inflația aproape de o țintă declarată. Din 2010, ținta de inflație a BNC în ceea ce privește indicele prețurilor de consum a fost stabilit la 2%, cu o bandă de toleranță de $\pm 1\%$ punct. Menținerea stabilității financiare și a bunei funcționări a sistemului financiar în Republica Cehă se numără printre obiectivele BNC.

Obiectivul primar al *Băncii Naționale a Ungariei (BNU)* este *menținerea stabilității prețurilor*. Fără a aduce atingere obiectivului său primar, BNU sprijină menținerea stabilității sistemului de intermediere financiară, îmbunătățirea rezistenței acestuia și contribuția durabilă la creșterea economică, împreună cu politica economică a guvernului, folosind instrumentele aflate la dispoziția sa. Organul suprem de luare a deciziilor este Consiliul de Politică Monetară.

Banca Națională a Poloniei (BNP) are ca obiectiv de bază al politicii monetare *menținerea unui nivel stabil al prețurilor*, sprijinind în același timp creșterea economică durabilă și stabilitatea sistemului financiar. *BNP* implementează orientările politicii monetare stabilite de Consiliul de Politică Monetară iar din anul 1998, folosește *strategia de țintire directă a inflației*. De la începutul anului 2004, ținta de inflație continuă a fost de 2,5% cu posibilitatea de deviere până la 1 punct procentual în sus sau în jos pe termen mediu.

Banca Națională a României (BNR) are ca obiectiv fundamental asigurarea și *menținerea stabilității prețurilor*, reprezentând cea mai bună contribuție pe care politica monetară – principala atribuție a băncii centrale – o poate avea la creșterea economică

sustenabilă a României. Ea formulează și implementează politica monetară în *contextul strategiei de țintire directă a inflației*, având o țintă staționară de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, compatibilă cu definiția stabilității prețurilor pe termen mediu în economia românească.

Toate cele patru banci centrale din statele analizate, în contextul Covid 19, au urmat *trendul descendent*, scăzând treptat dobânda de politică monetară. În sesiunea din 5 august a.c., BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,50 la sută pe an de la 1,75 la sută pe an începând cu data de 6 august, în timp ce Banca Centrală a Republicii Cehia a menținut nivelul acesteia la 0.25% pe an, Banca Centrală a Ungariei a hotărât, în cadrul sesiunii din luna iulie, reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 0,60 la sută pe an, de la 0,75 la sută pe an, iar Banca Centrală a Poloniei a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul minim istoric de 0,10 la sută pe an, încă de la sfârșitul lunii mai a.c..

Modificări au intervenit și la nivelul RMO, demers ce a condus la transformarea treptată a *sistemului de rezerve minime obligatorii* prin reducerea ratei rezervelor minime obligatorii, plata unei dobânzi aferente constituirii acestora, simplificarea gamei de pasive care fac obiectul rezervelor minime obligatorii și extinderea gamei de active eligibile pentru tranzacționare. În acest sens, nivelul rezervelor minime obligatorii se situează în Ungaria la nivelul de 1%, în Polonia la 0,5%, în Cehia la 2% și în România la 6%.

În conformitatea cu informațiile oferite de Banca Națională a României, *rata dobânzii de politică monetară* „reprezintă rata dobânzii utilizată pentru principalele operațiuni de piață monetară ale BNR”. În această perioadă, „acestea sunt operațiunile repo pe termen de o săptămână, derulate prin licitație la rată fixă de dobândă”. În acest context, ratele dobânzilor facilităților permanente pe care BNR le acordă, respectiv facilitatea de depozit și facilitatea de credit, „formează un coridor simetric, i.e. +/- 50 puncte de bază, în raport cu rata dobânzii de politică monetară”.

Banca Națională a Cehiei (BNC) anunță că *operațiunile de piață deschisă* sunt utilizate pentru orientarea ratelor dobânzii în economie fiind puse în practică sub formă de operațiuni repo, cu o durată de bază de 14 zile. Astfel, rata dobânzii pentru aceste operațiuni este rata de referință a politicii monetare, fiind considerată a fi de importanță

esențială în orientarea politicii monetare. Repo-urile cu maturitate mai scurtă sunt executate din când în când, în funcție de previziunile privind lichiditatea sectorului bancar. Datorită surplusului de lichiditate din sectorul bancar din Cehia, ofertele repo la două săptămâni sunt utilizate în prezent exclusiv pentru absorbția lichidității.

În ceea ce privește Banca Națională a Ungariei (BNU), de la reducerea volumului depozitului de 3 luni la zero, rolul principalului instrument de politică a fost îndeplinit de *rezervele minime*. Banca Națională a Ungariei (BNU) plătește o dobândă egală cu rata de bază a băncii centrale, aplicată la soldul mediu lunar al conturilor bancare gestionate pentru instituțiile de credit. Dacă rezervele minime obligatorii ale instituțiilor de credit sunt sub nivelul stabilit, BNU penalizează instituțiile de credit cu o dobândă egală cu rata de bază a băncii centrale. În cazul în care instituțiile de credit dețin rezerve minime peste limita stabilită, banca centrală pedepsește instituțiile de credit oferind dobândă de 0% sau cu rata de depozit overnight calculată pentru zilele calendaristice ale perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii, redusă cu 15 puncte de bază, indiferent dacă este mai mică pentru valoarea ce depășește valoarea corespunzătoare a rezervelor minime obligatorii.

Așa cum menționează site-ul Băncii Naționale a Poloniei (BNP), instrumentul de bază al politicii monetare este *rata dobânzii de referință* (0,10% în data de 10.08.2020). Aceasta este utilizată pentru operațiunile de atragere de lichidități la șapte zile, pe piața monetară. De asemenea, setarea nivelului acesteia determină randamentele altor instrumente de politică monetară. Ajustările aduse în nivelul ratei determină direcția politicii monetare și afectează nivelul dobânzilor în piață. În acest context, banda în care fluctuează dobânzile pe piața interbancară pentru creditul overnight (0%, în data de 10.08.2020) este stabilită între rata depozitului și rata lombard (0,50% în data de 10.08.2020).

Din punctul nostru de vedere convergența ciclului de afaceri, flexibilitatea pieței muncii și a politicii fiscale pot fi evaluate împreună cu extinderea comerțului cu partenerii din cadrul Uniunii Monetare. *Analiza noastră* a scos în evidență faptul că, din pricina dimensiunilor mici ale țărilor ECE și lipsei de reputație, noile criterii descrise în Mundell II nu sunt confirmate. În acest context, suntem de părere că evoluțiile de pe piața valutară arată că în aceste state *rata cursului de schimb* nu a reacționat într-o

manieră stabilizatoare, ci mai degrabă a fost catalogată drept o sursă de șocuri decât un factor stabilizator. Am putut *observa* că intrările mari de capital reprezintă o *provocare* pentru politica monetară, indiferent de regimul cursului de schimb ales, dar am constatat că nu toate fluxurile de capital sunt *disturbatoare*, iar consolidarea rezistenței sistemului financiar intern este de importanță critică pentru a face față opririlor și inversărilor fluxurilor de capital.

SINTEZA CAPITOLULUI IV – ANALIZĂ COMPARATIVĂ A EFECTELOR ȘOCURILOR ECONOMICE ȘI MONETARE ÎN ȚĂRILE DIN CENTRUL ȘI ESTUL EUROPEI-CAZUL ROMÂNIEI

În cadrul acestui capitol ne-am propus să realizăm o *analiză comparativă a impactului șocurilor economice și monetare* în unele țări din Centrul și Estul Europei. O analiză detaliată a acestor efecte permite *evaluarea canalelor de transmisie* a politicii monetare, precum și *dinamica prețurilor*.

Scopul acestei secțiuni este acela de a investiga numeric anumite aspecte ale canalelor de transmisie ale politicii monetare pentru cele patru economii investigate: Cehia, Ungaria, *România* și Polonia. Alegerea acestor economii are la baza strategia comună de politica monetară existentă în economiile menționate, (în România din august 2005) , respectiv cea de *țintire directă a inflației*. În plus, pentru a avea o imagine mai completă, am inclus în analiză și două țări din Zona euro. În acest fel, vom putea identifica *diferențele* în transmisia șocurilor.

Pentru investigarea elementelor menționate am ales ca *metodologie* regresia auto-vectorială (*engl.* Vector auto regression, VAR). Avantajul acesteia este reprezentat de simplitate și flexibilitate în acomodarea diverselor specificații, în timp ce principalul dezavantaj este reprezentat de structura empirică a acestora.

În momentul în care adoptarea Tratatului de la Maastricht a făcut credibilă ideea unei integrări monetare europene, analizele empirice ce au recurs la modelele VAR pentru a studia efectele acesteia s-au multiplicat. Acest capitol se înscrie în *continuitatea* unor studii ca cele ale lui Maliszewski (1999), Christoffersen et al. (2001),

Boţel (2002), Ganev et al. (2002), Creel și Levansseur (2005), Elbourne și de Haan (2006).

În general, pentru a *analiza canalelor de transmisie ale politicii monetare*, în literatura de specialitate există mai multe tipuri de modele: (i) *modele de echilibru general de tip dinamic stocastic*; (ii) *modele econometrice tradiționale*; (iii) *modele bazate pe regresia auto-vectorială*. Estimarea cu ajutorul acestor modele permite identificarea efectelor generate de inflexiunile politicii monetare asupra prețurilor și producției și modului în care aceste efecte se propagă.

Modelele bazate pe regresia auto-vectorială au la bază ipoteza privind cunoștințele limitate ale funcționării economiei. În consecință, în cadrul acestor modele nicio structură nu este impusă.

Alegerea acestei metodologii este justificată de obiectivele asumate în cadrul acestui capitol precum și de includerea mai multor țări în analiză. Mai mult, modelele bazate pe VAR sunt foarte întâlnite în analiza seriilor de timp, având ca principal atu flexibilitate și ușurință de utilizare. O putem considera drept o *generalizare* ce cuprinde atât modelul univariat autoregresiv, pentru că variabilele dependente sunt laguri ale variabilelor explicative, cât și unele ecuații simultane, deoarece efectuează estimarea simultană a unui sistem de ecuații. Analiza de tip VAR modelează fiecare variabilă endogenă din sistem în funcție de valorile trecute ale tuturor variabilelor endogene ale sistemului (Sims, 1980).

În analiza noastră au fost incluse patru țări din Centrul și Estul Europei, respectiv Cehia, Ungaria, Polonia și *România* și două țări din Zona euro, Germania și Grecia. Pentru fiecare din economiile menționate au fost utilizate *următoarele serii*: - *rata trimestrială anualizată* de creștere a PIB real,; - *rata trimestrială a inflației* (HICP, anualizată); - *variația trimestrială anualizată* a cursului real efectiv de schimb (41 de parteneri, valoare pozitivă înseamnă apreciere în termeni reali, valoare negativă corespunde unei depreciere în termeni reali); - *rata dobânzii pe piața interbancară 3M*. *Sursa datelor* este reprezentată de Eurostat, ajustarea sezoniera pentru seriile de PIB real și indicele armonizat al prețurilor de consum (HIPC) fiind realizată de autor.

În ceea ce privește *intervalul de timp utilizat*, s-a optat pentru o lungime în concordanță cu disponibilitatea datelor, respectiv 2000Q1-2019Q3, *frecvența* fiind una

trimestrială. Ulterior, specificațiile au fost estimate și pentru două subintervale de timp, respectiv 2000Q1-2008Q3 și 2010Q3-2019Q3. Alegerea acestora a avut ca scop identificarea posibilelor diferențe în modul de funcționare a economiilor analizate înainte și după criza financiară de la sfârșitul primei decade.

O *analiză succintă* a datelor utilizate indică o *serie de diferențe* între țările incluse în analiză. Aceste diferențe sunt observabile, atât între țările din Centrul și Estul Europei, între cele două țări din Zona euro, cât și între țările din Centrul și Estul Europei și cele două țări din Zona euro. Diferența principală rezidă în *dinamica* diferită a *ciclului economic*. De exemplu, în perioada analizată, Polonia nu a traversat o perioadă de recesiune, spre deosebire de alte țări din regiune. Mai mult, în Ungaria și România, există mai multe perioade de scădere bruscă a produsului intern brut. În mod similar, în Zona euro, există diferențe majore în dinamica PIB în Germania și Grecia. Disparități există și în ceea ce privește rata inflației. Intuitiv, aceste diferențe ale ciclului economic se reflectă și în pattern-ul inflației. De exemplu, în România, spre deosebire de alte țări din regiune, persistența inflației a fost mai ridicată. Putem observa o inflație mai redusă în Germania și mai ridicată în Grecia. *Atât diferențele de ciclu economic, cât și diferențele în rata inflației, determină valori eterogene ale ratei dobânzii.*

În concluzie, o analiză sintetică, indică o *corelare redusă a ciclurilor economice*. Acest fapt este valabil și pentru cele două țări din eșantion, membre ale Zonei euro. În opinia noastră, aceste diferențe sunt determinate de caracteristicile endogene ale sistemului economic și financiar din țările analizate. Aceste elemente pot determina *efecte diferite și șocuri asimetrice* la deciziile de politică monetară. Într-o uniune monetară, nesincronizarea ciclurilor economice și disparități în efectele politicii monetare conduc la o *dezvoltare economică neuniformă*.

CONCLUZII GENERALE ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII

Politicii monetare a BNR îi revine un rol esențial în procesul de convergență nominală, dar și în procesul de convergență reală a economiei României către Uniunea Europeană, după cum am concluzionat în primul capitol intitulat "*Abordări privind politica monetară și a cursului de schimb – concepte, opinii și teorii*". În analiză am pornit de la principalele coordonate ale politicii monetare în perioada 1990-2005. Măsurile adoptate la începutul tranziției au vizat *construcția unui mecanism și a unor instrumente de politică monetară*, încă din 1991 adoptându-se primul Statut al BNR (legea 34/1990) și Legea bancară (Legea 33/1991).

Cadrul instituțional al politicii monetare a fost îmbunătățit în anul 1998, prin modificarea conținutului celor două legi importante pentru activitatea băncii centrale și cea a băncilor comerciale: legea privind Statutul BNR (Legea 101/1998), legea privind activitatea bancară (legea 58/1998) și a fost adoptată legea privind falimentul bancar.

În ansamblu, *așa cum observăm din informațiile analizate*, politica monetară a fost caracterizată, în general, prin rate ridicate ale dobânzii, volume foarte mari ale sterilizării, rate ridicate ale rezervei minime obligatorii și aprecierea reală a monedei naționale, toate acestea fiind caracteristicile unei *politici monetare restrictive*. Pe de altă parte, politica de dobânzi și de curs de schimb a BNR a fost subordonată practic unei constrângeri majore legate de liberalizarea unor fluxuri de capital cu impact monetar ridicat, în condițiile existenței unui diferențial mare al dobânzii interne față de cea externă, care a încurajat intrările speculative de capital. Totodată, existența unui excedent structural permanent de lichiditate în economie și necesitatea sterilizării acesteia pentru a

nu alimenta presiuni inflaționiste au făcut ca, *de facto*, instrumentele folosite de BNR să fie preponderent *instrumente de absorbție de lichiditate* din sistem.

Deoarece mecanismul de transmisie a politicii monetare este unul complex și implică întârzieri lungi și variabile, *stabilitatea prețurilor* este un obiectiv final al politicii monetare, asupra căruia banca centrală poate exercita doar un control indirect. În general, strategia de politică monetară folosită de o bancă centrală presupune, în unele situații, utilizarea unor ținte intermediare, cum ar fi strategia de țintire a agregatelor monetare și țintirea cursului de schimb. Există, însă, și situația țintirii directe a obiectivului final și anume strategia de țintire a ratei inflației.

Strategia de politică monetară utilizată, *de facto*, de BNR până în 2005 a fost țintirea agregatelor monetare, îmbinată în anumite perioade și cu o țintire a cursului de schimb. În luna august a anului 2005, BNR a adoptat strategia de țintire directă a inflației.

Putem concluziona că schimbarea strategiei de politică monetară și adoptarea țintirii inflației a fost motivată, în principal, de faptul că țintirea agregatelor monetare nu mai era o strategie eficientă, datorită faptului că legătura dintre agregatele monetare și inflație a slăbit și a devenit mai puțin previzibilă. Principalul avantaj al țintirii inflației este acela al atingerii și menținerii unei rate a inflației redusă și stabilă, cu efecte pozitive asupra creșterii economice.

În cadrul capitolului II, denumit *"Rolul Băncii Naționale a României în procesul integrării monetar europene – adoptarea monedei euro în România"*, din *punctul nostru de vedere*, principala provocare la nivel European rămâne *amortizarea șocurilor asimetrice*, lucru admis oficial și la cel mai înalt nivel prin Raportul celor 5 președinți. Documentul trasează o serie de concluzii al căror scop nu este doar finalizarea UEM ci se conturează drept „ *un mijloc pentru a asigura o viață mai bună și mai echitabilă tuturor cetățenilor, pentru a pregăti Uniunea să facă față viitoarelor provocări globale și pentru a permite fiecăruia dintre membrii săi să prospere*”. În acest mod sunt fixate măsurile reformatoare pentru a se atinge o uniune economică și monetară completă. Nevoia unor astfel de măsuri a fost scoasă în evidență după criza din 2008, care a evidențiat slaba reacție a Uniunii Europene la diferitele provocări.

Participarea la MCS II reprezintă, în cazul trecerii cu bine peste acest test, îndeplinirea unuia dintre cele 4 criterii de convergență, concomitent cu pregătirea economiei SM în vederea adoptării monedei unice, a testării gradului de sustenabilitate/robustețe a convergenței și a parității centrale/ratei de conversie a monedei naționale în euro. Participarea României la acest mecanism reprezintă *schimbarea strategiilor de politică monetară și de curs de schimb* ale BNR, fapt ce presupune alinierea ratei dobânzii la o valoare similară ZE, concomitent cu o politică de susținere a stabilității cursului de schimb al leului, demers ce transferă sarcina controlului inflației și absorbirii șocurilor asimetrice în zona de competență a politicii fiscale și a celei de venituri.

Pentru ca demersul să fie de succes și sustenabil, *credem că* trebuie să fie bazat pe *îndeplinirea prealabilă a condițiilor* ce vor conduce atât la limitarea participării în MCS II la doi ani, cât și la adoptarea monedei unice, concomitent cu ieșirea din mecanism. Toate aceste aspecte reclamă îndeplinirea criteriilor de convergență nominală și reală, astfel încât să permită participarea cu succes la MCS II dar și evoluția lină, sustenabilă și consecventă în cadrul ZE, deoarece, *din punctul nostru de vedere*, nu va mai exista o altă perioadă de pregătire a convergenței.

De aici *concluzionăm* că România, la intrarea în MCS II, trebuie să fie pregătită din toate punctele de vedere (atât al convergenței juridice cât și al celei instituționale) pentru a evolua în cadrul Uniunii Europene.

În acest demers unul dintre *actorii principali* va fi BNR care, în conformitate cu Legea nr. 312/2004 privind Statutul Băncii Naționale a României, va emite *recomandări* cu privire, atât la gradul de îndeplinire a condițiilor, pașii de urmat, parametrii, paritatea centrală, rata de conversie, intervalul de fluctuație, cât și la *momentul optim de intrare* în MCS II care, *din punctul nostru de vedere*, trebuie să fie bazate pe cercetări aprofundate ale experților din cadrul structurilor de resort.

Capitolul III, denumit *"Teorii privind zonele monetare optime – suport pentru integrarea monetară europeană"*, analizează perspectiva de intrare în uniunea monetară în termenii tradiționali ai teoriei zonelor monetare optime, dar și în materie de costuri pe care țările candidate le susțin pentru extindere, cunoscute în literatura de specialitate drept Mundell II sau noul Mundel, în care rata de schimb și politica

monetară independentă reprezintă o modalitate importantă pentru a face față șocurilor asimetrice.

Am realizat o analiză sintetică a principalilor factori care determină *beneficii*, dar și *costuri ale adoptării euro* pentru patru state candidate la Zona euro, respectiv Cehia, Ungaria, Polonia și România, din perspectiva teoriei zonelor monetare optime sau a autonomiei politicii monetare, conform *teoriei imposibilei trinități*. În finalul capitolului *am realizat o analiză comparativă* a orientărilor autorităților monetare din țările menționate anterior pentru anul 2017.

Convergența ciclului de afaceri, flexibilitatea pieței muncii și a politicii fiscale pot fi evaluate împreună cu extinderea comerțului cu partenerii din cadrul Uniunii Monetare. Datorită dimensiunilor reduse ale țărilor ECE și lipsei de reputație, nici noile criterii descrise în Mundell II nu sunt confirmate de aceste țări. Evoluțiile de pe piața valutară arată că în aceste state rata de schimb nu a reacționat într-o manieră stabilizatoare și este mai degrabă văzută ca o sursă de șocuri decât un factor stabilizator.

Fluxurile mari de capital arată un vot de încredere pentru convergența lor cu Europa de Vest. În același timp, ele pot complica politica monetară și a cursului de schimb, generând potențiale dileme pentru autoritățile monetare.

În teoria economică convențională, în prezența comerțului liber și a mobilității factorilor, convergența producției pe cap de locuitor necesită, de obicei, convergență în tehnologie, instituții și a raportului dintre capital și forța de muncă, capitalul fiind interpretat, în general, ca incluzând forța de muncă. În țările analizate, nivelul de educație este ridicat, dar capitalul fizic este redus iar paradoxul lui Lucas, arată de ce capitalul din țările bogate nu curge către cele sărace, se manifestă și în cazul acestor state (Lucas, 1990). Provocarea pentru politica monetară este de a face față *fluxurilor eratic* (opririlor bruște și ieșirilor de capital). Intrările mari de capital reprezintă o provocare formidabilă pentru politica monetară, indiferent de regimul cursului de schimb ales dar, *din punctul nostru de vedere*, așa cum am mai amintit, nu toate fluxurile de capital sunt disturbatoare.

Investițiile străine directe prezintă o rată ridicată de randament a capitalului investit (*engl. higher rate of return*) mult mai stabilizatoare pentru economie decât capitalurile speculative (*engl. „hot money”*). *Condiderăm că* acestea din urmă trebuie

mai atent monitorizate de către autorități pentru evitarea crizelor de instabilitate macroeconomică și financiară provocate și de supraîndatorare (*engl.* Overborrowing). În aceste condiții se *pare* că o creștere a rezistenței sistemului financiar intern este de importanță critică pentru a face față opririlor și inversărilor fluxurilor de capital.

Capitolul aplicativ al acestei teze de doctorat, denumit "*Analiză comparativă a efectelor șocurilor economice și monetare în țările din centrul și estul Europei - Cazul României*", conduce la anumite concluzii importante. După cum am mai *subliniat*, există diferențe în țările analizate în ceea ce privește, atât amplitudinea, cât și dinamica răspunsului variabilelor, în funcție de natura șocului. De exemplu, în Republica Cehă, un șoc pozitiv asupra ratei dobânzii nu a generat efecte semnificative asupra inflației și asupra PIB-ului real, în timp ce în alte țări – ex. România și Ungaria – generează o creștere a inflației, situație ce *este opusă teoriei economice*. Acest fapt, *în opinia noastră*, pune în evidență *ineficiența canalului ratei dobânzii* ca instrument pe care băncile centrale îl utilizează pentru controlul inflației. De asemenea *putem afirma* și faptul că un șoc pozitiv asupra cursului de schimb a generat efecte importante și persistente în toate cele patru țări analizate, cu variații mai scăzute în Republica Cehă.

Rezultatul *studiilor noastre subliniază* importanța canalului cursului de schimb în aceste țări, reflectând, pe lângă efectul variației cursului asupra exporturilor nete, și existența unor importante efecte de bilanț, ca urmare a gradului mult mai ridicat de îndatorare în monedă străină existent în Ungaria, Polonia și România, relativ la cel existent în Republica Cehă. *Analiza a relevat* o incertitudine ridicată a funcțiilor de răspuns în special în Ungaria și în România.

În opinia noastră, o posibilă explicație pentru acest rezultat este lipsa încă a unor structuri economice solide și mecanisme economice specifice tranziției către o economie de piață. De aceea, *putem trage concluzia* că *incertitudinea ridicată* poate reprezenta un *dezavantaj* pentru băncile centrale în atingerea obiectivelor de politică monetară.

În ciuda faptului că cele patru țări au avut un parcurs economic similar în ultimele decenii, mecanismele de transmisie ale politicii monetare și răspunsul variabilelor analizate, la diferite șocuri, sunt *eterogene*, ceea ce poate reprezenta, *din punctul nostru de vedere*, o explicație pentru întârzierea adoptării monedei unice în aceste țări.

Diferențe există și în ceea ce privește țările din Centrul și Estul Europei și cele din Zona Euro. De exemplu, canalul cursului de schimb, *conform analizei noastre*, a avut efecte mult mai persistente în țările din Centrul și Estul Europei, față de țările din Zona Euro.

Concluzia principală care se desprinde este că o integrare a țărilor din Centrul și Estul Europei în zona monetară unică necesită *corelarea ciclului economic* cu cel din Zona Euro, precum și aspecte colaterale importante după cum au fost descrise mai sus.

Ca direcții viitoare de cercetare, ne-am asumat ca obiectiv extinderea analizei empirice privind menținerea aportului BNR prin politica monetară implementată în susținerea procesului de integrare monetară a României în Uniunea Europeană sub aspect operațional, legislativ, economio-financiar și educativ. De asemenea, cercetarea efectuată în vederea elaborării prezentei teze de doctorat a inclus anumite studii realizate în colaborare cu alți cercetători, privind politica monetară și implicațiile sale multidimensionale, atât ca abordare teoretică sau strict conceptuală, cât mai ales aplicativă/ empirică.

În final, având în vedere atât avantajele cât și dezavantajele aderării la Zona euro putem spune ca România mai are de făcut o *multitudine de ajustări*, astfel încât dezideratul realizării unei convergențe stabile și durabile de ordin, atât nominal, real, structural, cât și la nivel instituțional, juridic și social, să poată fi atins.

În urma studiului realizat și a analizelor efectuate, considerăm, că deși demersul este unul politic, în viitor este necesară *continuarea implicării active* a Băncii Naționale a României în sprijinirea procesului de aderare la Zona Euro. În acest context, credem că oportun ar fi:

- realizarea strategiei de aderare la UBE a României drept parte intergrantă a strategiei naționale de aderare la cadrul instituțional european;
- oferirea suportului cu privire, atât la modificarea Statutului BNR, cât și a legislației în domeniu, astfel încât legislația ce privește aderarea la Zona Euro să fie compatibilă reglementărilor la nivel european;
- continuarea consultărilor cu reprezentanții BCE în vederea clarificării aspectele tehnice și a modului de lucru;
- dezvoltarea unui set de instrumente utilizabile operativ, atât în derularea procesului de aderare, cât și post aderare;

- exercitarea unui control mai riguros la nivelul sistemului bancar, astfel încât participarea în cadrul MUS/MUR să fie în consonanță cu practicile și experiențele înregistrate până în acest moment în cadrul UB;
- utilizarea mecanismelor de intervenție similare altor țări europene prin reducerea semnificativă a dobânzii de referință (Polonia) și făcând publică intenția de achiziționare de titluri de stat de pe piața secundară la un nivel accentuat, așa cum s-a conturat mai ales în contextul crizei COVID-19.

BIBLIOGRAFIE

Cărți

1. Altar, M., Albu, L.L., Dumitru, I., Necula, C. (2009) Estimarea cursului real de echilibru și a deviațiilor pentru România, <http://www.studii-economice.ro/2009/seince090706.pdf> .
2. Amato, J.D., Gerlach, S. (2001). Modelling the transmission mechanism of monetary policy în emerging market countries using prior information. BIS Papers 18, 264-272;
3. Amiti, M., Itskhoki, O., Konings, J., (2014) Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect. American Economic Review, 104(7), pp.1942–1978.
4. Ariyoshi, M.A., Kirilenko, M.A., Ötoker, M.I., Laurens, M.B., Kriljenko, M.J.I.C., Habermeier, M.K.F. (2000) Capital controls: country experiences with their use and liberalization. International Monetary Fund.
5. Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1997) Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. European Economic Review, 41(3–5), pp.761–770.
6. Cerna, S. (2009) Economie monetară, Timișoara: Editura Universității de Vest.
7. Creel, J., L'Evassieur, S. (2005). Monetary policy transmission mechanisms în the CEECs: How Important are the differences with the Euro Area?. OFCE Working Paper;

8. Dăianu, D. (coordonator), Kallai, E., Mihailovici, G., Socol, A. (2018) http://ier.gov.ro/wp-content/uploads/2018/12/Prezentare-studiu-euro_16-nov-final.pdf
9. Dăianu, D. (2016) România și aderarea la Zona euro.
10. De Grauwe, P., Mongelli, F. (2005) Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together?
11. ECB (2018) The international role of the euro, June 2018. p.51.
12. Elbourne, A., de Haan, J. (2006). Financial structure and monetary policy transmission in transition countries. *Journal of Comparative Economics*, 34(1), 1-23.
13. Gabaix, X., Maggiori, M. (2015) International liquidity and exchange rate dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 130(3), pp.1369–1420.
14. Ganev, G., Molnar, K., Rybinski, K., Wozniak, P. (2002). Transmission mechanism of monetary policy in central and eastern Europe. Center for Social and Economic Research, Case Report # 52;
15. Gros, D. (2017) One Market, One Money—A Mistaken Argument (post factum)? Centre for European Policy Studies.
16. Halpern, L., C. Wyplosz (1998). Equilibrium exchange rates in transition economies: further results, prepared as part of a CEPR project on "Equilibrium and Adjustment Dynamics of the Exchange Rates of the Associated Countries of Central and Eastern Europe";
17. Herrero, A.G., Gaspar, V., Hoogduin, L., Morgan, J., Winkler, B. (2001) Why price stability? Europ. Central Bank.
18. Ishiyama, Y. (1975) The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey Staff Papers - International Monetary Fund, 22(2), p.344.
19. Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan, London.
20. Krugman, P. (1993) Lessons of Massachusetts for EMU. In: F. Torres and F. Giavazzi, eds., *Adjustment and growth in the European Monetary Union*. [online] Cambridge: Cambridge University Press, pp.241–266. Available at:

<https://www.cambridge.org/core/product/identifier/CBO9780511599231A099/type/book_part> [Accessed 16 Jan. 2019].

21. Issing, O. (2008) *The birth of euro*, Cambridge: Cambridge University Press.
22. Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., Tristani, O. (2004) *Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge: Cambridge University Press.
23. Issing, O., Gaspar, V., Tristani, O., Vestin, D. (2005) *Imperfect Knowledge and Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
24. Maliszewski, W. (1999). VAR-ing monetary policy in Poland. *Central for Social and Economic Research, Studies and Analyses*, no. 188;
25. Manolescu, G. (2009) *Politica monetară în perspectiva globalizării*, București: Editura Universitară.
26. McKinnon, R.I. (1963) Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53(4), pp.717–725.
27. Mishkin, F., S. (2004) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, seventh edition, Boston: Addison-Wesley.
28. Mishkin, F., S. (2007) *Monetary policy strategy*, Cambridge: MIT Press.
29. Mishkin, F., S. (2012b) *Macroeconomics. Policy and practice*, Harlow: Pearson.
30. Mongelli, F.P., (2002) 'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? p.54.
31. Mundell, R.A., (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), pp.657–665.
32. Mundell, R.A., (1973) Uncommon arguments for common currencies. *The economics of common currencies*, pp.114–132.
33. Mundell, R.A., (2002b) Monetary unions and the problem of sovereignty. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 579, pp.123–152.
34. Sims, C. A. (1980) Macroeconomics and reality. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1-48.
35. Stiglitz, J., (2016) *What is wrong with negative interest rates?* Project Syndicate,

Articole de specialitate

1. Boțel, C. (2002). Cauzele inflației în România, iunie 1997 – august 2001. Analiză bazată pe vectorul autoregresiv structural, Caiete de studii BNR, Banca Națională a României.
2. **Curiman, M.**, Mihai, B. (2020) Considerations regarding the Optimal Monetary Areas, International Journal of Business Quantitative Economics and Applied Management Research, 6(8), 23–31.
3. **Curiman, M.**, Mihai, B., Tenea, C. (2018) Considerations regarding the Financial Stability and the Macro-Prudential Policy, Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 1/2018, pg. 130-138.
4. Eichengreen, B. (1993) International Monetary Arrangements for the 21st Century. Center for International and Development Economics Research (CIDER) Working Papers. [online] University of California-Berkeley, Department of Economics. Available at: <<https://ideas.repec.org/p/ags/ucbewp/233202.html>> [Accessed 31 Jan. 2019].
5. Fischer, S. (2001) Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Journal of Economic Perspectives, 15(2), pp.3–24.
6. Fleming, J.M. (1971) On exchange rate unification. the economic Journal, 81(323), pp.467–488.
7. Frankel, J.A., Rose, A.K. (1998) The endogeneity of the optimum currency area criteria. The Economic Journal, 108(449), pp.1009–1025.
8. Krugman, P.R. (1979) Increasing returns, monopolistic competition, and international trade. Journal of international Economics, 9(4), pp.469–479.
9. Pop, N. (2018) Integrarea financiară - un pas necesar al apropierii României de Zona euro, <http://www.opiniibnr.ro/index.php/macroeconomie/285-integrarea-financiara-un-pas-necesar-al-apropierii-romaniei-de-zona-euro>.
10. Rey, H., (2015) Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research. Available at: <http://www.nber.org/papers/w21162.pdf> .
11. Trenca, I., Mihai, B., **Curiman, M.** (2015) The compliance of the Romanian leu with the Exchange Rate Stability Criterion: a hypothetical assessment, Emerging

Markets Queries în Finance and Business, Procedia Economics and Finance, 32, 1178 – 1187.

12. Trenca, I., **Curiman, M.** (2020) Investigating the effects of economic and monetary shocks în Romania using VAR analysis, International Journal Of Core Engineering & Management, 6(8), pg.1-12, ISSN No: 2348-9510.
13. Twinoburyo, E.N., Odhiambo, N.M. (2018) Monetary Policy and Economic Growth: A Review of International Literature, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2, pg. 123-137.