

---

## ERM II – Aspecte principale și implicații pentru România

Dorina Antohi

Direcția Politică Monetară

---

Ședința Comitetului de Pregătire a Trecerii la Euro, 29 octombrie 2018

# Introducere

- Potrivit prevederilor Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene, Statele Membre (SM) cu derogare:
  - i. vor adera la ERM II, la un moment dat după intrarea în UE, și
  - ii. vor adopta euro, după ce vor fi îndeplinit criteriile de convergență de la Maastricht.
- Participarea la ERM II este voluntară pentru SM din afara zonei euro.
- Ea reprezintă însă o condiție pentru o eventuală adoptare a euro, noile SM cu derogare (inclusiv România) fiind așteptate să adere la mecanism la un moment dat.

# 1. ERM II – reglementare, obiectiv, rol

- Mecanismul ERM II a fost instituit și definit prin *Rezoluția Consiliului European privind stabilirea mecanismului cursului de schimb în etapa a treia a Uniunii economice și monetare*, din 16 iunie 1997.
- Obiectivul său principal: sprijinirea unui mediu economic stabil, necesar unei bune funcționări a pieței unice europene.
- Dublu rol atribuit:
  - i) acord pentru gestionarea cursurilor de schimb ale monedelor SM participante la mecanism: „convergența durabilă a fundamentelor economice reprezintă o condiție pentru stabilitatea cursului de schimb”, respectiv „mecanismul cursului de schimb va contribui la a se asigura că SM din afara zonei euro participante la mecanism își orientează politicile spre stabilitate macroeconomică, promovare a convergenței, sprijinind astfel efortul acestora în adoptarea euro”.
  - ii) un rol în cadrul criteriilor de convergență pentru adoptarea euro: **ERM II funcționează ca o fază de testare atât pentru cursul de schimb central, cât și pentru sustenabilitatea convergenței în general**; în acest context, ERM II servește la evaluarea îndeplinirii criteriului de convergență privind cursul de schimb.

## 2. Caracteristicile ERM II

- i. Se definește pentru moneda fiecărui stat membru participant din afara zonei euro un curs de schimb central față de euro și a un interval standard de fluctuație de  $\pm 15$  la sută.
- ii. Deciziile privind paritatea centrală și intervalul standard de fluctuație sunt adoptate pe baza unui acord comun între miniștrii de finanțe ai statelor membre ale zonei euro, BCE, miniștrii de finanțe și guvernatorii BCN ai statelor membre care doresc participarea la ERM II, în urma unei proceduri implicând Comisia Europeană, și după consultări cu Comitetul Economic și Financiar.
- iii. Toate părțile la acordul comun au dreptul de a iniția o procedură confidențială în vederea reevaluării parității centrale și a intervalului de fluctuație.
- iv. La cererea unui stat membru se pot stabili, de la caz la caz, intervale de fluctuație mai restrânse decât cel standard. O asemenea decizie va fi adoptată de miniștrii de finanțe ai statelor membre ale zonei euro, BCE, în urma unei proceduri comune.
- v. Intervențiile la limitele intervalului sunt, în principiu, automate și nelimitate, cu finanțări disponibile pe termen foarte scurt.
- vi. Există posibilitatea unor intervenții coordonate în interiorul intervalului, hotărâte de comun acord între BCE și respectiva BCN participantă din afara zonei euro, în paralel cu alte măsuri adecvate de politică.

### 3. Îndeplinirea criteriului de convergență privind cursul de schimb

- Participarea cu succes la ERM II timp de cel puțin doi ani reprezintă unul din cele 4 criterii de convergență pentru aderarea la zona euro.
- Există o diferență netă între participarea propriu-zisă la ERM II și îndeplinirea criteriului privind stabilitatea cursului de schimb. **Participarea cu succes la ERM II presupune îndeplinirea a trei condiții și anume:**
  - a) Participarea la mecanism pentru minimum doi ani înainte de evaluarea convergenței;
  - b) Respectarea marjelor de fluctuație fără apariția/manifestarea unor tensiuni severe.
  - c) Absența unei reevaluări în jos a parității centrale pe parcursul perioadei de doi ani pentru care se face evaluarea, realinierea în sus a acesteia fiind (implicit) posibilă.
- Totodată, în cazul unei aprecieri, o reevaluare unilaterală a parității centrale este permisă. **În cazul unei devalorizări, aceasta trebuie renegociată cu toate părțile implicate și pe deasupra se impune reînceperea perioadei de doi ani de participare la ERM II.**
- În timp ce procedura pentru intrarea în ERM II poate fi inițiată, în principiu, în orice moment de un SM, principalele caracteristici, mai cu seamă **paritatea centrală și amplitudinea intervalului de fluctuație, trebuie convenite între toate părțile implicate în mecanism.**
- Intrarea în mecanism nu este condiționată de niciun criteriu prestabilit sau o condiție formală. **În fapt însă, o țară nu poate intra și nu poate fi admisă în ERM II dacă economia și cadrul politicilor economice nu sunt îndeajuns de pregătite.**

## 4. Rațiunile participării la ERM II (I)

BCE consideră ERM II un regim util, el fiind văzut ca un „*training room*” sau ca un „*testing room*”.

Din perspectiva Eurosistemului, participarea la ERM II are o serie de rațiuni:

- i. Disciplina:* Impunând politici economice coerente, ERM II poate contribui la asigurarea unui mediu macroeconomic mai stabil, fiind și catalizator pentru reforme structurale.
- ii. Credibilitatea:* Prin anunțarea parității centrale, participarea la ERM II contribuie la stabilitatea cursului de schimb; totodată, ERM II prevede ca *exit* final intrarea în zona euro, făcând sistemul mai rezistent decât alte regimuri de curs de schimb.
- iii. Adaptabilitatea/Caracterul ajustabil:* Intervalul standard de fluctuație permite ajustarea cursului de schimb la șocuri asimetrice și la schimbări structurale din economie; totodată, o reevaluare a parității centrale este posibilă.
- iv. Multilateralism:* credibilitatea acestui cadru este crescută prin aceea că toate părțile implicate vor fi angajate în monitorizarea evoluțiilor economice și de politică economică și, în final, în acțiuni coordonate, dacă sunt necesare.

## 4. Rațiunile participării la ERM II (II)

Percepția unor SM neparticipante la ERM II asupra participării la acest mecanism este mult mai nuanțată. Acestea:

- i. Văd participarea la mecanism drept o obligație instituțională pentru adoptarea euro, considerând însă a fi discutabilă adecvarea sa ca regim de curs de schimb;
- ii. Percep ERM II ca un „*waiting room*”, care oferă în cel mai bun caz puțină valoare adăugată, dar induce anumite riscuri;
- iii. Vor ca participarea la ERM2 să se caracterizeze prin:
  - a) limitarea la 2 ani a participării;
  - b) gestionarea efectivă a cursului de schimb să se realizeze de preferat într-un interval îngust chiar de la început, apreciind că marja de fluctuație este *de facto* mai îngustă (posibil  $\pm 2,25$  la sută), cu o eventuală flexibilitate permisă în sus;
  - c) paritatea centrală ar trebui aleasă astfel încât să faciliteze o asemenea gestionare a cursului de schimb și ar trebui în mod ideal să reprezinte viitoarea rată de conversie.

## 4. Rațiunile participării la ERM II (III)

Rațiunile pentru această interpretare sunt atribuite de către experții BCE modului în care SM evaluează participarea la ERM II din perspectiva a patru zone:

- i. Rol disciplinar:* SM recunosc rolul disciplinator al participării la ERM II, dar efectele de această natură sunt percepute a fi mici/neglijabile. Astfel, autoritățile susțin că o politică fiscală sustenabilă și politici de restructurare solide trebuie să precedă participarea la ERM II și că restricțiile impuse mișcării cursului de schimb trebuie să fie consecința și nu determinantul implementării unor politici economice coerente.
- ii. Credibilitate:* ERM II e considerat un regim intermediar de curs de schimb - supus riscurilor de atacuri speculative.
- iii. Caracter ajustabil/adaptabil:* SM consideră că intervalul de fluctuație de  $\pm 15$  la sută, plus posibilitățile de reajustare în sus pot semnala că rata de schimb s-ar putea aprecia cu peste 15 la sută și ar spori astfel volatilitatea acesteia.
- iv. Multilateralism:* SM consideră incertă eventuala implicare a BCE în efectuarea de intervenții coordonate în interiorul intervalului sau chiar a celor la limita intervalului, fiind preocupate de riscul unor atacuri speculative.



## 5. Aspectele economice ale ERM II (I)

### 5.1 Aspecte generale

ERM II este considerat un regim de curs de schimb fix dar ajustabil (existând totuși o bandă de fluctuație în jurul parității centrale alese). Care sunt implicațiile?

- Regimurile de curs de schimb sunt de două tipuri: fixe și flexibile:
  - a) Un **regim de curs de schimb fix este predominant variabila „conducătoare” într-o economie, evoluțiile și politicile economice trebuind să se adapteze cerinței de menținere a cursului de schimb fix. În plus, regimurile de curs de schimb fix dar ajustabil sunt cele mai expuse/vulnerabile la atacuri speculative.**
  - b) Un regim de curs de schimb flexibil ”urmează” mai degrabă evoluția altor variabile, având capacitatea de a contracara consecințele unor politici economice sub-optimale.
- În interiorul UE nu există interdicții privind regimul de curs de schimb al SM. De regulă, țările mici membre UE începând din 2004 au utilizat/utilizează regimuri de curs de schimb fix (*currency board* și *hard peg*). Prin urmare, pentru acestea (ex. Bulgaria) intrarea în ERM II nu reprezintă o schimbare *de facto* a regimului de curs de schimb.
- În schimb, noile SM mai mari, incluzând România, au prezervat o autonomie a politicii monetare – în contextul strategiei de țintire directă a inflației –, precum și o flexibilitate a cursului de schimb. În cazul acestor țări, și prin urmare și în cel al României, **intrarea în ERM II implică o schimbare *de facto* a regimului de curs de schimb**. Schimbarea atrage și o aliniere a ratei dobânzii la nivelurile prevalente în zona euro, în condițiile cerinței de redirectionare a politicii monetare înspre susținerea stabilității cursului de schimb al leului. Într-un asemenea cadru, sarcina de a controla inflația și de a absorbi șocurile reale asimetrice revine în primul rând politicii fiscale și celei de venituri, dar și altor mecanisme de ajustare a economiei, precum politicile structurale, mecanismele pieței și politica macroprudentială.

## 5. Aspectele economice ale ERM II (II)

### 5.2 Riscurile asociate participării la ERM II

Participarea la ERM II comportă riscuri unanim recunoscute:

- Riscul unui *boom* asimetric al cererii agregate, în condițiile unor rate de dobândă mai scăzute.
- Impactul potențial al mișcărilor de capital, având ca surse investițiile străine directe – inelastice la diferențialul ratei dobânzii –, dar mai ales, investițiile de portofoliu sau fluxurile de capital speculativ.
- Tendința firească de apreciere în termeni reali a monedei unei țări aflate în proces de *catching-up* (efectul Balassa-Samuelson). Datorită unei creșteri relativ mai mari de productivitate, rata anuală a inflației depășește nivelurile din țările dezvoltate. O perioadă extinsă de apreciere reală poate crea astfel potențiale conflicte între menținerea parității centrale în cadrul ERM II, pe de o parte, și prezervarea inflației scăzute, pe de altă parte.
- Riscuri la adresa competitivității și sustenabilității deficitului de cont curent venite din creșterea excesivă a nivelului prețurilor relative.
- Posibile pierderi de credibilitate și eficacitate pentru băncile centrale care conduc politica monetară în contextul strategiei de țintire directă a inflației. Unica modalitate prin care s-ar putea atenua această problemă o constituie limitarea participării la ERM II la perioada de doi ani – minimă obligatorie.

## 6. Participarea României la ERM II (I)

### 6.1 Implicații din perspectiva economiei românești

- Din perspectiva caracteristicilor sale actuale, economia românească ar trebui să cunoască multiple ajustări majore, în zone precum stabilitatea macroeconomică, competitivitatea și potențialul de creștere, flexibilitatea economiei și reziliența ei la șocuri adverse, convergența reală.
- Aceste ajustări ar urma să se concretizeze, în principal, în:
  - a) Coborârea și menținerea ratei anuale a inflației în linie cu nivelurile prevalente în zona euro și scăderea volatilității acesteia cu cel puțin doi ani înainte de intrarea în ERM II, în condițiile unei reduceri graduale a diferențialului ratei dobânzii interne față de zona euro;
  - b) Corectarea deviației semnificative de la obiectivul bugetar pe termen mediu (MTO), corespunzător recomandării Consiliului și menținerea ulterioară a deficitului fiscal în linie cu acest obiectiv;
  - c) Îmbunătățirea poziției externe a economiei și a perspectivei acesteia, concomitent cu scăderea vulnerabilității la șocuri externe;
  - d) Prezervarea stabilității financiare și creșterea gradului de integrare financiară;
  - e) Progresul convergenței reale în ceea ce privește nivelul prețurilor și al veniturilor reale, fluctuațiile creșterii economice și structura economiei.

Foarte importantă este atingerea unui grad înalt de convergență nominală sustenabilă – reprezentând o condiție explicită pentru SM cu derogare.

## 6. Participarea României la ERM II (II)

### 6.2 Implicații din perspectiva politicilor economice

Mix-ul de politici economice se cere a fi, la rândul lui, reconfigurat, aceasta presupunând, inclusiv din perspectiva Raportului de convergență al BCE, ediția 2018, următoarele:

- O consolidare fiscală credibilă, care să premergea cu mult momentului intrării în ERM II, pentru a se putea asigura și garanta progresul convergenței nominale și a celei reale ale economiei, dar și pentru a se certifica și a face credibilă capacitatea politicilor economice de a asigura sustenabilitatea acestor procese în contextul unei participări fără perturbații la mecanismul ERM II.
- Realizarea de reforme suplimentare în scopul prezervării sustenabilității finanțelor publice pe termen mediu, printre care: creșterea investițiilor publice și îmbunătățirea infrastructurii printr-o mai bună absorbție a fondurilor europene, îmbunătățirea colectării taxelor și combaterea evaziunii fiscale, creșterea eficienței cheltuielilor bugetare, îmbunătățirea guvernanței corporative în companiile de stat, realizarea reformelor în domeniul sănătății.
- Măsuri care să vizeze: ameliorarea mediului de afaceri și a celui instituțional, sporirea investițiilor și concurenței pe piețele de bunurilor și serviciilor, scăderea gradului de necorelare între competențele forței de muncă și cerințele pieței și reducerea deficitelor de forță de muncă, îmbunătățirea calității și eficienței administrației publice și a sistemului judiciar.

## 6. Participarea României la ERM II (III)

### 6.2 Implicații din perspectiva politicilor economice (cont.)

Reconfigurarea mix-ului de politici va trebui să țină cont și de faptul că în contextul acestui mecanism, politica monetară va viza în tot mai mare măsură stabilitatea cursului de schimb, implicând o apropiere a ratei dobânzii de nivelurile zonei euro; în aceste condiții, gestionarea cererii agregate și grija pentru obiectivul de inflație vor cădea în sarcina politicii fiscale. Din această perspectivă, deosebit de relevante sunt:

- Calibrarea cheltuielilor bugetare, care pot acționa ca un stabilizator contra-ciclic în cazul producerii unor șocuri asimetrice pe partea cererii;
- Restrângerea/epuizarea surselor de potențiale șocuri inflaționiste pe partea costurilor/ofertei, precum ajustările de impozite indirecte și de prețuri administrate;
- Ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste pe termen mai lung la nivelurile inflației prevalente în zona euro;
- Formularea politicii de venituri astfel încât să se prevină deteriorarea poziției fiscale și să se asigure sustenabilitatea îndeplinirii criteriilor de convergență nominală; implementarea de măsuri structurale menite să sporească flexibilitatea salariilor și mobilitatea pe piața muncii.

## 6. Participarea României la ERM II (IV)

### 6.3 Implicații din perspectiva principalelor caracteristici ale ERM II

#### 6.3.1. Momentul intrării în ERM II și durata participării la acest mecanism

Poziția BCE referitoare la momentul intrării: „Decizia privind *timing*-ul intrării în ERM II și durata participării ar trebui să aibă în vedere măsura în care participarea îmbunătățește perspectiva realizării unei convergențe durabile a fundamentelor economice. (...) Date fiind riscurile pe care le implică o fixare prematură a cursului de schimb, pentru anumite SM ar fi potrivit să inițieze demersul pentru intrarea în ERM II doar ulterior atingerii unui grad semnificativ de convergență.”

Principalele riscuri pentru economia românească asociate unei eventuale intrări premature în ERM II:

- O reacclerare a inflației incompatibilă cu îndeplinirea criteriului de la Maastricht, pe fondul unui potențial șoc asimetric pe partea cererii agregate, de natură să reamplifice *gap*-ul pozitiv al PIB.
- O eventuală neepuizare a surselor interne de presiuni inflaționiste la momentul intrării în ERM II; aceasta ar putea conduce și la o apreciere excesivă a cursului de schimb real, implicit la o pierdere de competitivitate, cu impact advers asupra echilibrului extern și a datoriei externe.

## 6. Participarea României la ERM II (V)

### 6.3 Implicații din perspectiva principalelor caracteristici ale ERM II

#### 6.3.1. Momentul intrării în ERM II și durata participării la acest mecanism (cont.)

Poziția BCE referitoare la durata participării: „Nu există restricții dincolo de termenul minim de doi ani înainte de evaluarea privind convergența. (...) Pentru anumite țări ar fi mai ușor să prevadă o ședere mai lungă în ERM II, pentru că aceasta le-ar permite să folosească intervalul mai larg de fluctuație și, dacă e necesar, să realinieze paritatea centrală.”

Principalele riscuri pentru economia românească asociate participării la ERM II:

- Eventuale acțiuni speculative la adresa cursului de schimb.
- Efectul Balassa-Samuelson și potențialul conflict între menținerea parității centrale, pe de o parte, și cea de preservare a inflației scăzute, pe de altă parte.
- Potențialele pierderi de credibilitate și eficacitate pentru banca centrală.

Prin urmare, participarea la ERM II trebuie considerată doar o poartă de intrare în zona euro, fiind de dorit ca aceasta să nu depășească durata minimă de timp obligatorie, de doi ani. Aceasta ar presupune ca intrarea economiei românești în ERM II să se producă numai după ce au fost create acele condiții care să permită limitarea la doi ani a participării la acest mecanism.

## 6. Participarea României la ERM II (VI)

### 6.3 Implicații din perspectiva principalelor caracteristici ale ERM II

#### 6.3.2. Paritatea centrală și amplitudinea intervalului de fluctuație

- Convenirea parității centrale și a intervalului de fluctuație implică un acord comun între BCE, CE, Eurosistem, bănci centrale și guverne. Orice informație privind rata centrală și intervalul de fluctuație este strict confidențială până la intrarea în mecanism.
- Paritatea centrală ar trebui să fie cât de mult posibil în linie cu nivelul de echilibru pe termen lung al cursului de schimb real.
- Identificarea nivelului de echilibru pe termen lung al cursului de schimb real nu este însă un demers simplu, fapt recunoscut și de BCE: „Identificarea «parității» centrale este crucială pentru participarea cu succes la ERM II. (...) Pentru a limita riscurile de tensiune și de *misalignments* este esențial să se analizeze o gamă largă de indicatori economici și de evoluții și totodată să se ia în considerare nivelul de piață al ratei de schimb”.
- În ceea ce privește intervalul de variație din cadrul ERM II, se consideră că pentru un SM aflat în proces de *catching-up* și în care politica monetară se conduce în contextul țintirii directe a inflației este potrivită dimensiunea standard.
- Cvasitotalitatea statelor care au aderat la ERM II ulterior înființării UE (1999) au adoptat intervalul standard de fluctuație de  $\pm 15$  la sută, unica excepție constituind-o Danemarca, pentru care, prin acordul multilateral s-a convenit un interval de  $\pm 2,25$  la sută.



## Concluzii (I)

- Intrarea în ERM II reprezintă o schimbare semnificativă a actualului cadru de formulare a politicii monetare și a politicii de curs de schimb ale BNR.
- Prin schimbarea de regim de curs de schimb pe care o presupune în România și prin condițiile pe care le impune și trebuie îndeplinite pentru a asigura sustenabilitatea acestuia cu riscuri minime, **intrarea în ERM II echivalează aproape cu adoptarea monedei față de care se fixează cursul de schimb.** În aceste condiții:
  - a) intrarea în ERM II ar trebui să se producă numai după ce au fost create condițiile care să permită limitarea la doi ani a participării la acest mecanism;
  - b) pentru ca șederea în ERM II să se limiteze la cei doi ani obligatorii în cazul României, intrarea în acest mecanism nu trebuie văzută ca o intrare într-o etapă intermediară a procesului de adoptare a euro – în care să se mai realizeze ajustări/progrese importante în îndeplinirea altor criterii nominale și în avansul convergenței reale -, ci trebuie asimilată chiar momentului adoptării euro, începând cu care economia trebuie să fie aptă să funcționeze ca și când ar fi intrat.

## Concluzii (II)

- Aceasta implică nevoia atingerii unui grad înalt de îndeplinire sustenabilă și concomitentă a criteriilor de convergență nominală și a unei mase critice de convergență reală la momentul intrării în ERM II.
- Pentru o asemenea abordare pledează și caracterul mai puțin transparent/vag al manierei/metodologiei de evaluare de către BCE a condițiilor participării la ERM II, fiind de așteptat ca BCE să manifeste o exigență ridicată la admiterea României în ERM II, inclusiv datorită experienței mai puțin convingătoare din ultimii peste 10 ani în ceea ce privește stabilitatea macroeconomică și reformele structurale.
- Potrivit statutului său, BNR este responsabilă în România de elaborarea și aplicarea politicii monetare și a politicii de curs de schimb. Astfel, este de presupus că BNR va deține un rol major în evaluarea condițiilor și a momentului oportun pentru intrarea în ERM II și va formula în consecință recomandările și propunerile în ceea ce privește *timing*-ul pașilor individuali și parametrii macroeconomici și monetari asociați direcționării economiei spre zona euro (paritatea centrală, rata de conversie, intervalul de fluctuație, intervențiile).

Vă mulțumesc!