



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ
EUROSISTEM

BULETIN LUNAR
A 10-A ANIVERSARE A BCE

BULETIN LUNAR

BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

1998 - 2008

BULETIN LUNAR
A 10-A ANIVERSARE A BCE

10



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ
PRIMII ZECE ANI



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM



BULETIN LUNAR A 10-A ANIVERSARE A BCE

În 2008, toate publicațiile BCE prezintă o temă preluată de pe bancnota de 10 €.



© Banca Centrală Europeană, 2008

Adresa

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germania

Adresa poștală

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germania

Telefon

+49 69 1344 0

Website

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

*Prezentul Buletin a fost elaborat sub
coordonarea Comitetului executiv al BCE.
Traducerile sunt realizate și publicate
de băncile centrale naționale.*

*Toate drepturile rezervate. Reproducerea
informațiilor în scopuri educative
și necomerciale este permisă
numai cu indicarea sursei.*

Fotografii realizate de:

*ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martin Joppen*

*Data limită pentru transmiterea datelor
statistice cuprinse în prezenta ediție
a fost 9 aprilie 2008.*

ISSN 1561-0136 (variante tipărită)
ISSN 1725-2822 (variante electronică)



CUPRINS

CUVÂNT ÎNAINTE	5		
CONTEXTUL ISTORIC	8		
INTRODUCERE	11		
CADRUL INSTITUȚIONAL ȘI FUNCȚIONAREA ZONEI EURO	21		
STRATEGIA DE POLITICĂ MONETARĂ A BCE ȘI IMPLEMENTAREA ACESTEIA	33	Casete:	
		1 Modelarea economiei zonei euro	36
		2 Principalele instrumente și canale de comunicare utilizate de BCE	50
		3 Cadrul de garantare al Eurosistemului	54
		4 Mecanismul de transmisie a politicii monetare	59
		5 Înțelegerea inflației persistente și determinanții dinamicii salariale	80
		6 Concluzii preliminare ale activității BCE cu privire la dezvoltarea financiară	104
		7 Rolul indicelui armonizat al prețurilor de consum	135
POLITICA ECONOMICĂ ȘI EXTINDEREA ZONEI EURO	65		
IMPACTUL MONEDEI EURO ASUPRA SCHIMBURILOR COMERCIALE ȘI FLUXURILOR DE CAPITAL ȘI ROLUL INTERNAȚIONAL AL ACESTEIA	89		
INTEGRAREA FINANCIARĂ	101		
STABILITATEA ȘI SUPRAVEGHEREA FINANCIARĂ	117		
STATISTICA	133		
BANCNOTELE EURO - UN SIMBOL TANGIBIL AL INTEGRĂRII	139		
CONCLUZII	145		
ANEXĂ			
10 ani de statistică a zonei euro și comparația cu statistica celorlalte zone economice importante	149		

ABREVIERI

ȚĂRI

BE	Belgia	LU	Luxemburg
BG	Bulgaria	HU	Ungaria
CZ	Republica Cehă	MT	Malta
DK	Danemarca	NL	Țările de Jos
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
IE	Irlanda	PT	Portugalia
GR	Grecia	RO	România
ES	Spania	SI	Slovenia
FR	Franța	SK	Slovacia
IT	Italia	FI	Finlanda
CY	Cipru	SE	Suedia
LV	Letonia	UK	Marea Britanie
LT	Lituania	JP	Japonia
		US	Statele Unite ale Americii

ALTELE

BP	balanța de plăți
BCE	Banca Centrală Europeană
BCN	banca centrală națională
BPM5	Manual FMI privind Balanța de Plăți (ediția a V-a)
BRI	Banca Reglementelor Internaționale
cif	cost, asigurare și transport plătite la granița importatorului
CAEN Rev. 1	Clasificarea statistică a activităților economice din Comunitatea Europeană
CD	certificat de depozit
CSE	curs de schimb efectiv
CSCI Rev. 4	Clasificarea standard de comerț internațional (versiunea a 4-a revăzută)
CUFP	costurile unitare cu forța de muncă în industria prelucrătoare
CUFT	costurile unitare cu forța de muncă în total economie
EUR	euro
fob	franco la bord la granița exportatorului
FMI	Fondul Monetar Internațional
HWWI	Institutul de Economie Internațională din Hamburg
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFM	instituție financiară monetară
IME	Institutul Monetar European
IPC	indicele prețurilor de consum
IPP	indicele prețurilor de producție
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
OIM	Organizația Internațională a Muncii
PIB	produsul intern brut
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
SEC 95	Sistemul European de Conturi 1995
UE	Uniunea Europeană
UEM	Uniunea Economică și Monetară

În conformitate cu practica instituită la nivelul Comunității, statele UE sunt enumerate în prezentul Buletin în ordinea alfabetică a denumirilor în limbile țărilor respective.

CUVÂNT ÎNAINTE



Banca Centrală Europeană (BCE) a fost înființată la data de 1 iunie 1998, devenind banca centrală independentă responsabilă de moneda unică europeană (euro), care a fost lansată în luna ianuarie 1999. O monedă unică utilizată de mai multe țări nu poate exista fără o bancă centrală comună și fără un sistem comun al băncilor centrale. Astfel, BCE și Sistemul European al Băncilor Centrale (SEBC), format din BCE și băncile centrale ale tuturor statelor membre ale Uniunii Europene (UE), au primit mandatul de a menține stabilitatea prețurilor și de a păstra credibilitatea monedei euro.

În luna mai 1998, Consiliul European a adoptat una dintre deciziile cele mai importante din istoria integrării europene. Liderii UE au hotărât că 11 state membre îndeplineau condițiile pentru adoptarea euro. Acest eveniment istoric își are originea în semnarea, în anul 1992, a Tratatului de la Maastricht, prin care a fost definit cadrul instituțional al SEBC. În baza aceluiași document, competența în domeniul politicii monetare a fost transferată la nivel supranațional, asigurându-se protecția acesteia împotriva oricărei presiuni,

inclusiv din partea guvernelor, și garantându-se astfel independența totală a BCE. De asemenea, Tratatul a conferit BCE dreptul exclusiv de a autoriza emiterea de bancnote.

Tratatul de la Maastricht a fost negociat și ratificat de parlamentele naționale pornind de la premisa că, în timp, toate statele membre ale UE vor adopta moneda euro și, prin urmare, SEBC va îndeplini toate atribuțiile legate de moneda unică. Până atunci, însă, acest rol-cheie îi revine unui grup de bănci centrale din cadrul SEBC, respectiv Eurosistemului, în componența căruia intră BCE și băncile centrale ale țărilor din zona euro. Principalul organ de decizie al Eurosistemului este Consiliul guvernatorilor BCE, care este format din cei șase membri ai Comitetului executiv al BCE și guvernatorii băncilor centrale naționale (BCN) ale țărilor din zona euro.

Consiliul guvernatorilor BCE a definit stabilitatea prețurilor ca fiind o rată pozitivă a inflației sub 2% și a anunțat că intenționează să mențină inflația la un nivel inferior, dar apropiat de 2% pe termen mediu. Timp de aproximativ 10 ani stabilitatea prețurilor a fost menținută în general, în pofida majorărilor semnificative ale prețurilor materiilor prime la nivel mondial, care au afectat Europa și restul lumii și asupra cărora politica monetară nu are nicio influență directă, ceea ce a determinat creșterea ratei medii a inflației la un nivel ușor superior celui de 2% după adoptarea monedei euro. Acesta este un rezultat remarcabil, având în vedere șocurile din această perioadă și istoricul economiilor din cadrul zonei euro. În deceniile care au precedat lansarea monedei euro, ratele anuale medii ale inflației din țările respective erau mult mai ridicate decât cele din zona euro în ultimii 10 ani.

Stabilitatea prețurilor este esențială, nu numai pentru că aceasta protejează valoarea veniturilor tuturor, în special ale celor mai vulnerabili și săraci dintre concetățenii noștri, ci și pentru că menținerea stabilității prețurilor și credibilitatea pe termen mediu constituie una dintre condițiile preliminare care stau la baza dezvoltării durabile și creării de locuri de muncă. Prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste la niveluri scăzute, în concordanță cu definiția stabilității prețurilor,



BCE a redus primele de risc de inflație, asigurând astfel un mediu financiar prielnic creșterii economice și creării de locuri de muncă. De la lansarea monedei euro și până la sfârșitul anului 2007, în zona euro au fost create peste 15 milioane de locuri de muncă noi, iar rata șomajului s-a situat la cel mai scăzut nivel de la începutul anilor '80.

Euro deține un rol extrem de important în buna funcționare a vastei piețe europene și, astfel, în realizarea unei adevărate piețe unice. În același timp, moneda unică a contribuit la protejarea economiei din zona euro împotriva numeroaselor șocuri care s-au produs la nivel mondial și a turbulențelor majore din ultimii ani.

Aceste realizări au necesitat timp și eforturi considerabile, deoarece BCE s-a confruntat cu o situație inedită, în care a trebuit să ia decizii de o importanță și o complexitate considerabile și să le pună în aplicare împreună cu ceilalți membri ai Eurosistemului, respectiv băncile centrale naționale din zona euro. Printre numeroasele misiuni din ultimii ani s-a numărat aceea de a înțelege modul în care urma să funcționeze această nouă uniune monetară, odată creată, precum și mecanismele economice complexe ale unei mari zone economice care tinde către o unificare economică și monetară totală.

Această ediție specială trece în revistă activitatea BCE din ultimii 10 ani, care au fost cruciali, analizează unele dintre principalele dificultăți întâmpinate de-a lungul acestei perioade, precum și provocările cu care se confruntă BCE și zona euro în pragul celui de-al doilea deceniu de existență.

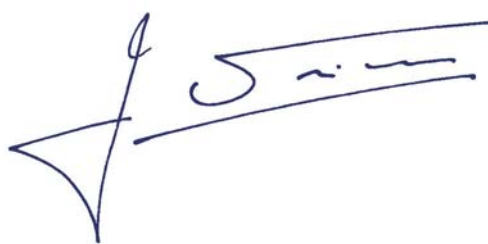
Principala provocare o constituie realizarea unei zone euro mai flexibile și cu o mai mare capacitate de adaptare prin îmbunătățirea politicilor structurale și fiscale, precum și prin sporirea potențialului său de creștere. Pentru a identifica factorii care ar putea determina inflația în viitor, trebuie să înțelegem în orice moment evoluțiile economice în curs și să adaptăm instrumentele în mod corespunzător. Pentru a rămâne credibilă, politica monetară trebuie să dea dovadă de o vigoare constantă și să mențină anticipațiile inflaționiste la un nivel

compatibil cu definiția stabilității prețurilor. De asemenea, trebuie identificate modalitățile ideale de pregătire pentru viitoarele extinderi ale zonei euro.

Realizările din ultimii 10 ani au fost posibile datorită viziunii și determinării de care au dat dovadă actualii și foștii membri ai Consiliului guvernatorilor, precum și datorită energiei și eforturilor depuse de întregul personal al Eurosistemului. Cu această ocazie specială, aș dori să adresez cele mai sincere mulțumiri tuturor celor care au contribuit la construirea unei baze solide pentru euro. Moneda unică a devenit un simbol de mândrie pentru un continent a cărui prestanță a crescut în mod considerabil.

Eurosistemul constituie o echipă aflată în serviciul a 320 milioane de cetățeni din 15 țări, care au decis să-și unească destinele. Euro reprezintă moneda noastră, iar cetățenii europeni știu că rămânem fideli mandatului pe care ni l-au încredințat.

Doresc să adresez cele mai sincere mulțumiri întregului personal al BCE și BCN pentru contribuția sa de excepție, care a făcut posibilă publicarea acestui material.



Jean-Claude Trichet, președintele BCE



**Comitetul executiv
în luna iunie 1998:**

**Rândul din spate
(de la stânga la dreapta):**
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

**Rândul din față
(de la stânga la dreapta):**
Christian Noyer (vicepreședinte),
Wim F. Duisenberg (președinte),
Sirrka Hämäläinen



**Comitetul executiv
în luna iunie 2008:**

**Rândul din spate
(de la stânga la dreapta):**
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Rândul din față
(de la stânga la dreapta):**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (președinte),
Lucas D. Papademos (vicepreședinte)

CONTEXTUL ISTORIC

Integrarea monetară europeană a debutat la începutul anilor '60, atunci când cei șase membri ai Comunității Economice Europene (CEE) au inițiat cooperarea în domeniul afacerilor monetare. Aproximativ în aceeași perioadă a fost făcută prima propunere concretă de realizare a unei uniuni economice și monetare europene. Scopul acesteia era transformarea zonei de liber schimb instituite în baza Tratatului de la Roma într-o uniune economică până la finele deceniului. Cu toate acestea, nu a fost luată nicio măsură concretă, întrucât stabilitatea sistemului monetar internațional s-a menținut mai mulți ani. Abia în anul 1969, în urma unei serii de crize a cursului de schimb și a balanței de plăți, liderii celor șase țări membre ale CEE au decis elaborarea unui plan de uniune economică și monetară. Această decizie s-a materializat în anul 1970, sub forma Raportului Werner, care prevedea realizarea uniunii în trei etape până în anul 1980. Acest proiect ambițios a fost abandonat în anul 1971, după prăbușirea sistemului cursurilor de schimb fixe de la Bretton Woods. Totodată, țările europene au înțeles că fluctuațiile necontrolate ale cursurilor de schimb puteau avea repercusiuni negative asupra viitoarelor etape ale integrării comerciale. Primul pas a fost făcut în 1972, odată cu crearea așa-numitului „șarpe monetar”, care avea drept scop stabilizarea cursurilor de schimb pentru mai multe monede europene, dar care a devenit curând victima unor noi tulburări monetare și a recesiunii internaționale care a urmat primei crize petroliere din anul 1973. După ce mai multe monede au aderat la acest sistem sau l-au părăsit, „șarpele” se limita în 1977 la „zona mărcii germane”, formată din Germania, țările din Benelux și Danemarca.

În anul 1979, Franța și Germania au relansat proiectul integrării monetare prin crearea Sistemului Monetar European (SME), care a rămas în vigoare până la lansarea monedei euro în anul 1999. În cadrul acestuia s-a pus accentul pe coordonarea politicii monetare și asigurarea convergenței în vederea stabilizării prețurilor și a cursurilor de schimb. În această perioadă, relațiile între băncile centrale s-au consolidat, realinierea cursurilor de schimb au fost condiționate de respectarea angajamentelor asumate cu privire la politica de convergență, în scopul reducerii frecvenței și a efectelor

deprecierilor destabilizatoare (care se mai produceau uneori), restricțiile privind libera circulație a capitalurilor au fost eliminate, în fiecare țară predominau politici de menținere a inflației la o rată scăzută, iar integrarea economică a progresat considerabil. Acești ani de experiență în cadrul SME au relevat importanța unei convergențe nominale și a unei discipline fiscale durabile.

Către finele anilor '80, posibilitatea realizării uniunii economice și monetare europene a fost readusă în discuție. Consiliul European a încredințat unui comitet de experți, prezidat de Jacques Delors, mandatul de a formula propuneri în acest sens. Rezultatul a fost „Raportul Delors”, care a condus la conturarea Tratatului de la Maastricht, semnat de șefii de stat și de guvern ai statelor membre ale UE în anul 1992 și ratificat de toate țările Uniunii Europene până în anul 1993. Acest Tratat a stat la baza introducerii, după aproximativ 10 ani, a monedei euro. În perioada care a urmat, eforturile s-au concentrat asupra accelerării procesului de convergență, precum și asupra creării mecanismelor instituționale corespunzătoare. Institutul Monetar European (IME), înființat în anul 1994, a demarat pregătirea cadrului de reglementare, organizatoric și logistic necesar noului sistem supranațional al băncilor centrale, esențial pentru crearea BCE și a SEBC, pentru îndeplinirea sarcinilor acestora și pentru introducerea noii monede unice.

În luna mai 1998, Consiliul Uniunii Europene a hotărât că 11 țări îndeplineau criteriile de convergență, respectiv condițiile stabilite în vederea adoptării monedei euro. BCE și SEBC au fost înființate la data de 1 iunie 1998. Până la adoptarea monedei euro de către toate statele membre ale UE, rolul principal revine Eurosistemului, care este alcătuit din BCE și băncile centrale naționale ale țărilor din zona euro.

Banca Centrală Europeană și Eurosistemul s-au confruntat, încă de la început, cu o serie de provocări considerabile. În special BCE, în calitate de instituție nou-creată, trebuia să dea dovadă de credibilitate și să convingă publicul și piețele financiare că va menține stabilitatea prețurilor. De asemenea, trebuia să pună la

punct un cadru de cooperare eficientă cu BCN din Eurosistem. Caracterul inedit al mediului instituțional și economic a făcut și mai dificilă îndeplinirea acestor misiuni. Euro a creat, de fapt, o entitate economică și financiară nouă, ale cărei caracteristici nu au fost studiate în întregime și ale cărei implicații nu erau destul de clare.

Ediția specială a Buletinului lunar, care marchează împlinirea a 10 ani de existență a BCE, prezintă activitatea și realizările BCE și ale Eurosistemului din această perioadă crucială. De asemenea, sunt analizate provocările și perspectivele în domeniile de competență ale BCE. Trecerea în revistă a activității BCE și a Eurosistemului a evidențiat două aspecte importante:

- în primul rând, odată cu trecerea anilor, integrarea monetară a progresat în paralel cu cea economică. De fapt, drumul parcurs de Europa către UEM este unic în istorie, deoarece se bazează pe principiul unei piețe unice pentru țări suverane. Aceasta o face să se distingă în foarte multe privințe de majoritatea uniunilor monetare din trecut, în cazul cărora crearea în prealabil a unei uniuni politice (a unui stat-națiune) a fost cea care a condus la realizarea unei piețe unice, care oferea întreprinderilor și populației condiții omogene. Anticipăm că euro va avea o contribuție pozitivă la continuarea integrării economice și financiare. Acest aspect este analizat pe larg în capitolele 4, 5 și 6, care tratează pe rând tema integrării economice reale și a progreselor înregistrate în privința deschiderii schimburilor comerciale, precum și a integrării piețelor financiare.
- în al doilea rând, în cadrul Eurosistemului, deciziile sunt adoptate centralizat, dar aplicarea lor este descentralizată. Descentralizarea Eurosistemului prezintă trei avantaje principale. Primul ar fi că BCE beneficiază de competențele, infrastructura și capacitățile operaționale ale băncilor centrale naționale din Eurosistem. Al doilea avantaj este acela că băncile centrale naționale facilitează comunicarea dintre BCE și cetățenii din zona euro, deoarece

utilizează limba (limbile) țărilor din care provin și cunosc cultura (culturile) acestora. Al treilea ar fi acela că BCN asigură instituțiilor de credit din fiecare țară accesul la rețeaua de bănci centrale, ceea ce constituie un aspect important, având în vedere dimensiunea zonei euro și relațiile de lungă durată dintre comunitățile bancare naționale și băncile centrale naționale respective. Cadrul a funcționat bine în ultimii 10 ani și a îndeplinit cu succes rolul încredințat în procesul de extindere a Uniunii Europene și a zonei euro.

În acești 10 ani, BCE a atins un nivel înalt de credibilitate în întreaga lume. Menținerea acestei credibilități în abordarea provocărilor viitoare este foarte importantă, în acest moment, în pragul celui de-al doilea deceniu de existență a zonei euro. Această ediție specială a Buletinului lunar, lansată cu ocazia împlinirii a 10 ani de existență a BCE, demonstrează că, în multe privințe, avem un destin comun.

SISTEMUL EUROPEAN AL BĂNCILOR CENTRALE (SEBC)



EUROSISTEMUL





I INTRODUCERE

„... să-i facem pe oameni să lucreze împreună, să le arătăm că, dincolo de divergențe sau de frontiere, au un interes comun.”

Jean Monnet

Această ediție specială a Buletinului lunar trece în revistă primii zece ani de activitate a Băncii Centrale Europene (BCE) și a Eurosistemului, format din BCE și băncile centrale ale țărilor europene care au adoptat deja euro. Este descris modul în care această nouă instituție și acest nou sistem au funcționat într-un deceniu plin de evenimente și sunt analizate unele dintre provocările cu care se pot confrunta acestea în următorii zece ani și chiar mai târziu.

BCE își îndeplinește obiectivul principal de menținere a stabilității prețurilor, iar strategia sa de politică monetară este credibilă și bine înțeleasă. Deși stabilirea unei politici monetare unice constituie misiunea cea mai vizibilă a BCE, aceasta nu este, în niciun caz, singura. Pentru a-și atinge obiectivul, BCE trebuie să îndeplinească diferite misiuni și activități, unele dintre acestea fiind menționate și în Tratatul de la Maastricht, iar altele completând cadrul politicii monetare unice. Prin urmare, această ediție specială permite și o mai bună înțelegere a celorlalte misiuni ale BCE și ale Eurosistemului.

Crearea BCE și a SEBC, precum și lansarea euro au condus la introducerea unui nou cadru instituțional pentru Uniunea Economică și Monetară (UEM). Acesta combină o politică monetară centralizată cu politici fiscale și structurale descentralizate. Capitolul 2 explică modul în care competența în domeniul politicii monetare unice a fost transferată la nivel supranațional (respectiv la nivel comunitar). Băncii Centrale Europene, instituția nou-creată responsabilă cu stabilirea politicii monetare, i s-a conferit prin Tratat un grad înalt de independență, care se manifestă atât la nivel instituțional, cât și la nivel personal, financiar și funcțional. Noul Tratat de la Lisabona include BCE printre instituțiile Uniunii. Aceasta reflectă faptul că politica monetară este indivizibilă și că băncile centrale trebuie să fie independente pentru a asigura stabilitatea prețurilor. În schimb, politicile fiscale sunt mai bine definite la nivel național – sub rezerva respectării parametrilor prevăzuți de Pactul de stabilitate și creștere – pentru a lua în considerare particularitățile și cadrul instituțional ale fiecărei țări. Politicile structurale sunt, de asemenea, stabilite la nivel național, dar fac obiectul unei evaluări *inter pares* și sunt coordonate în cadrul Strategiei de la Lisabona.

Noul cadru instituțional al UEM oferă proceduri de coordonare corespunzătoare, care iau în considerare interdependența din ce în ce mai mare a țărilor din zona euro. Prin urmare, BCE și Eurosistemul trebuie să facă schimb de informații și să interacționeze frecvent cu alte câteva instituții și organisme europene, cum ar fi consiliul care reunește miniștrii de finanțe (Consiliul ECOFIN) și diferitele sale comitete pregătitoare, Eurogrupul și Comisia Europeană. De asemenea, BCE trebuie să prezinte rapoarte Parlamentului European. Din septembrie 1998 această practică a condus la rezultate satisfăcătoare. Cu toate acestea, pe măsură ce integrarea zonei euro înregistrează noi progrese, politicile stabilite la nivel național trebuie să ia în considerare cerințele Comunității.

Consiliul guvernatorilor BCE este responsabil de formularea politicii monetare pentru zona euro și de stabilirea unor orientări pentru aplicarea acesteia. Această atribuție a devenit realitate în luna octombrie 1998, atunci când Consiliul guvernatorilor a anunțat o strategie de politică monetară bazată pe stabilitate, destinată atingerii obiectivului principal privind stabilitatea prețurilor, prevăzut în Tratatul de la Maastricht. Strategia – clarificată în anul 2003 – prezintă două elemente principale: o definiție cantitativă a stabilității prețurilor și un „cadru format din doi piloni”. Primul element se referă la obiectivul principal al BCE, acela de a menține rata inflației la un nivel inferior, dar apropiat de 2%. De fapt, este unanim acceptat faptul că menținerea stabilității prețurilor reprezintă cea mai bună contribuție pe care politica monetară o poate avea la bunăstarea economică. Cel de-al doilea element este „cadru format din doi piloni”, care se bazează pe o analiză economică și o analiză

BCE are un obiectiv principal: stabilitatea prețurilor

Cadrul instituțional al UEM combină o politică monetară centralizată cu...

...politici fiscale și structurale descentralizate...

... și necesită mai multe schimburi de informații și o coordonare mai strânsă

Consiliul Guvernatorilor stabilește politica monetară



Un cadru format din doi piloni pentru zona euro

monetară. Ambele sunt importante în evaluarea diferitelor riscuri la adresa stabilității prețurilor. Analiza economică se realizează pe termen mediu și scurt, pe baza unei game largi de indicatori și de statistici economice și financiare, semnificative pentru perspectiva asupra evoluției prețurilor. În schimb, analiza monetară se realizează pe termen mediu și lung și conferă un rol primordial evoluțiilor monetare și ale creditului. Cadrul format din doi piloni permite o bună structurare a analizei interne și facilitează comunicarea cu publicul larg și cu piețele financiare.

Eurosistemul a necesitat un proces de pregătire fără precedent

Capitolul 3 oferă detalii cu privire la principalele caracteristici și elemente ale strategiei, precum și la aplicarea și conduita politicii monetare de la introducerea euro în anul 1999. Acest capitol atrage, de asemenea, atenția asupra volumului de muncă uriaș necesar pentru a asigura funcționarea Eurosistemului, care a implicat și crearea infrastructurii pentru punerea în aplicare a politicii monetare unice. În plus, BCE a trebuit să-și stabilească propria organizare și propriile proceduri. Acest capitol subliniază și faptul că, atunci când și-au început activitatea, BCE și Eurosistemul cunoșteau destul de puțin modul în care zona euro ar putea funcționa după realizarea integrării monetare. Aplicarea politicii monetare este o sarcină dificilă, chiar și în condiții normale, dar trecerea, fără precedent, de la politici naționale deja verificate la o politică supranațională nouă a reprezentat o provocare deosebită. Încă din primul moment s-au făcut investiții majore în cercetare, analiză și statistică, iar în prezent continuă să fie dezvoltată o gamă largă de modele și instrumente, care contribuie la generarea de date în timp real. Această analiză este, în mare parte, publică și face obiectul unei evaluări *inter pares*, constituind, astfel, un bun comun.

Reformele economice sunt esențiale pentru buna funcționare a zonei euro

Capitolul 4 trece în revistă provocările referitoare la politica economică și performanțele macroeconomice ale zonei euro. Analiza tendințelor economice reale și a politicilor economice servește unor scopuri diverse. De exemplu, contribuie la analiza menționată anterior în cadrul strategiei bazate pe doi piloni, precum și la cea a procesului de transmisie a impulsurilor politicii monetare. De asemenea, aceasta permite recunoașterea tendințelor macroeconomice determinate de politicile structurale și fiscale și de evoluțiile globale, precum și a efectelor acestora asupra presiunilor inflaționiste. Acest capitol se referă la unele tendințe manifestate în ultimii zece ani în zona euro la nivelul creșterii reale, al productivității și al piețelor forței de muncă. Este de remarcat faptul că, în ultimul deceniu, cadrul general al UEM a favorizat o dinamică susținută a ocupării forței de muncă. Sunt discutate apoi politicile fiscale, după care sunt prezentate unele caracteristici ale diferențialelor de creștere economică reală și de inflație de la o țară la alta.

Din acest capitol se pot desprinde mai multe învățăminte. Privind în perspectivă, sunt indispensabile reforme structurale și politici fiscale solide pentru stabilitatea macroeconomică generală, precum și rezultate bune în aceste domenii, respectiv un grad ridicat de ocupare a forței de muncă și de expansiune economică, o rată scăzută a șomajului natural și absența unor diferențe majore în ceea ce privește evoluțiile înregistrate de la o țară la alta. Diferențialele de costuri și inflație de la o țară la alta, cauzate de evoluții salariale inadecvate, precum și de rigidități fiscale și structurale, pot determina scăderi ale competitivității și pot avea efecte negative asupra ocupării forței de muncă și creșterii economice. Funcționarea corespunzătoare a mecanismelor de adaptare la șocuri specifice ar trebui asigurată prin flexibilitatea piețelor forței de muncă și de produse, realizarea pieței unice și politici fiscale bine concepute și durabile. Acelor țări care intenționează să adopte euro li se recomandă să ia în considerare aspectele menționate anterior în procesele de convergență atunci când optează pentru aderarea la zona euro.

Impactul Uniunii Monetare asupra economiei

Moneda unică modifică treptat economiile din zona euro. În domeniul afacerilor, unele costuri, cum ar fi cele aferente operațiunilor de schimb valutar sau de protejare împotriva volatilității cursurilor de schimb, au scăzut semnificativ sau au dispărut complet. Costurile de informare, precum cele legate de necesitatea de a compara prețurile bunurilor și serviciilor la nivel internațional, sunt în scădere. De asemenea, se anticipează că euro va stimula piața unică, respectiv va elimina piedicile pe care le întâmpină în continuare circulația bunurilor, serviciilor și persoanelor, îmbunătățind transparența prețurilor și descurajând discriminarea prin prețuri. Aceasta ar trebui să contribuie la reducerea segmentării pieței și la stimularea concurenței. De asemenea, euro este mult mai eficient decât multiplele monede pe care le-a înlocuit ca mijloc de schimb și ca unitate de cont. În această ediție

specială a Buletinului lunar analizăm diferite modalități prin care euro contribuie la transformarea piețelor financiare și a performanțelor macroeconomice în Europa. Desigur, aceste efecte, care favorizează o mai bună integrare a zonei euro, vor avea o acțiune lentă și se vor manifesta pe parcursul a mai multor decenii.

Un domeniu în care schimbările sunt deja relativ cuantificabile este dimensiunea internațională a euro. Capitolul 5 face referire la cele patru dimensiuni ale acestor schimbări: comerțul cu bunuri și servicii, fluxurile de capital, rolul internațional al monedei euro și relațiile BCE cu țările terțe și instituțiile și organisme internaționale. Sunt analizate evoluțiile înregistrate între țările din zona euro (respectiv din interiorul zonei euro), precum și de zona euro în ansamblu în raport cu restul lumii (respectiv țările din afara zonei euro). Datele empirice și analiza economică demonstrează că moneda euro promovează schimburile comerciale, investițiile străine directe (ISD) și investițiile de portofoliu transfrontaliere în rândul țărilor din zona euro, ceea ce echivalează cu a afirma că zona euro investește în ea însăși. Pe lângă faptul că stimulează comerțul din zona euro, moneda euro a sporit concurența în interiorul zonei euro și convergența prețurilor bunurilor și serviciilor. În paralel, moneda euro a contribuit la creșterea eficienței atât în țările de origine, cât și în țările gazdă, prin realocări de capital, în special în industria prelucrătoare. De asemenea, prin promovarea fluxurilor de investiții de portofoliu în statele membre ale zonei euro, aceasta a favorizat diversificarea riscurilor legate de investiții și consum. Se anticipează că aceste fenomene vor persista în viitor. Dimensiunea internațională a monedei euro și utilizarea acesteia ca monedă de rezervă și de tranzacționare se află pe un trend ascendent. Euro a devenit a doua monedă din lume ca importanță, după dolarul american, a cărui sferă de influență la nivel mondial este mai extinsă.

Dimensiunea internațională a euro

În ultimul deceniu, BCE și SEBC au acordat o atenție deosebită funcționării corespunzătoare a sistemului financiar. Băncile centrale sunt interesate de sistemul financiar și de stabilitatea acestuia din două motive. În primul rând, pentru a-și îndeplini principala misiune, și anume asigurarea stabilității prețurilor, sistemul financiar trebuie să funcționeze corespunzător. Având în vedere că sistemul financiar constituie principalul canal care permite gestionarea politicii monetare unice, un sistem financiar integrat, stabil și eficient este esențial pentru a asigura transmisia eficientă și fără impedimente a impulsurilor politicii monetare în întreaga zonă euro. De asemenea, băncile centrale au responsabilitatea principală în ceea ce privește buna funcționare a sistemelor de plăți și de decontare, iar acest obiectiv este strâns legat de siguranța și eficiența sistemului financiar în ansamblu. Un al doilea motiv ar fi că un sistem financiar funcțional alocă mai eficient resursele financiare în timp și în spațiu și este, prin urmare, esențial pentru a asigura o creștere economică mai puternică și mai durabilă. Acesta constituie un obiectiv important al politicilor publice și beneficiază de sprijin activ din partea băncilor centrale.

BCE și SEBC acordă o atenție deosebită sistemului financiar

Zona euro are un caracter multinațional. Încă de la început, un obiectiv esențial al Eurosistemului a fost consolidarea funcționării piețelor financiare, respectiv stimularea integrării financiare europene. Capitolul 6 trece în revistă progresele înregistrate în ceea ce privește integrarea financiară de la lansarea monedei euro, principalii factori care au stimulat integrarea și principalele obstacole cu care s-a confruntat aceasta, precum și contribuția BCE și a Eurosistemului la procesul de integrare. Se subliniază că BCE și Eurosistemul promovează procesul de integrare financiară în patru moduri, respectiv prin: (i) îmbogățirea cunoștințelor, conștientizarea și monitorizarea progreselor în domeniul integrării financiare; (ii) îndeplinirea rolului de catalizator pentru inițiativele bazate pe piață în vederea promovării integrării financiare, de exemplu, în ceea ce privește crearea Zonei unice de plăți în euro (SEPA); (iii) acordarea de consultanță cu privire la cadrul legislativ și de reglementare al UE în domeniul serviciilor financiare și (iv) furnizarea de servicii specifice unei bănci centrale, inclusiv a facilităților de decontare brută în timp real a plăților în euro (sistemul TARGET) și de transfer transfrontalier al garanțiilor (modelul băncilor centrale corespondente – MBCC), precum și a inițiativei TARGET2-*Securities*, care studiază modalitățile de decontare în moneda băncii centrale a operațiunilor cu titluri.

Eurosistemul depune eforturi pentru promovarea integrării financiare

... și contribuie la stabilitatea financiară

Capitolul 7 este consacrat unei alte responsabilități majore a Eurosistemului: menținerea stabilității financiare. Această misiune a devenit tot mai importantă în ultimii ani, deoarece sectorul financiar s-a extins semnificativ în raport cu economia reală, rolul economic al stabilității financiare crescând, astfel, în mod constant. Deși asigurarea stabilității prețurilor reprezintă aportul optim, în termeni generali, al Eurosistemului la stabilitatea financiară, acesta contribuie la realizarea acestui obiectiv prin două modalități specifice. În primul rând, Eurosistemul îndeplinește unele misiuni privind stabilitatea financiară la nivelul zonei euro. Printre acestea se numără monitorizarea și evaluarea stabilității financiare în zona euro – în acest sens, BCE publică semestrial Raportul privind stabilitatea financiară (*Financial Stability Review*) –, precum și derularea operațiunilor de piață pentru a face față șocurilor financiare generale și pentru a atenua tensiunile pe piața monetară a zonei euro. În al doilea rând, Eurosistemul participă la elaborarea politicilor de stabilitate financiară ale autorităților competente la nivel național și european prin trei activități principale: (i) susținerea procesului de monitorizare și evaluare a stabilității financiare la nivel național și european; (ii) acordarea de consultanță privind reglementarea și supravegherea financiară și (iii) contribuția la gestionarea crizelor financiare. De asemenea, Eurosistemul are responsabilități directe în ceea ce privește activitatea de supraveghere a infrastructurilor de piață, în special a sistemelor de plăți, această misiune contribuind, de asemenea, la consolidarea stabilității sistemului financiar. Acest capitol descrie responsabilitățile și principalele realizări ale Eurosistemului în domeniul stabilității și al supravegherii financiare.

Statisticile de calitate sunt esențiale pentru o analiză aprofundată

Capitolul 8 explică importanța unor statistici de calitate pentru zona euro, precum și necesitatea ca BCE să dispună de un set exhaustiv de statistici economice, financiare și monetare care să respecte cerințele de oportunitate, fiabilitate și consecvență, astfel încât să își poată îndeplini misiunile și, în special, să poată evalua riscurile la adresa stabilității prețurilor. În acest capitol este prezentat și indicele armonizat al prețurilor de consum, utilizat de BCE pentru evaluarea stabilității prețurilor. Începând cu anul 1999, numărul statisticilor elaborate de SEBC aproape s-a triplat. Se publică periodic statistici monetare, financiare și externe, cu respectarea standardelor de calitate. Documentele de referință sunt ușor accesibile și au contribuit la elaborarea unor standarde statistice internaționale, de exemplu a celor privind statisticile monetare și financiare. Diverse statistici ale BCE sunt incluse, în prezent, în conturile financiare și nefinanciare trimestriale complete ale zonei euro. La sfârșitul acestei ediții speciale, o anexă statistică conține o selecție de comparații internaționale.

Uniunea Monetară în buzunarul cetățenilor europeni

Capitolul 9 analizează bancnotele euro din diferite perspective și include un scurt istoric al evoluției acestora, de la conceperea lor în anii '90 până la introducerea în anul 2002. Capitolul analizează situația prezentă și viitoare, abordând și aspecte legate de puterea circulatorie și gestionarea monedei. Bancnotele reprezintă cu adevărat un simbol marcant al reușitei UEM și o realizare deosebită, având în vedere amploarea acțiunilor de planificare și organizare întreprinse anterior introducerii acestora.

Ediția specială a Buletinului lunar demonstrează că rezultatele BCE și ale Eurosistemului din ultimii zece ani pot fi evaluate prin adoptarea unor perspective temporale diferite. Pot fi identificate câteva aspecte comune, care indică și provocările viitoare:

Comitetele adoptă punctul de vedere al zonei euro

- Eurosistemul combină procesul decizional centralizat și aplicarea descentralizată a deciziilor de către băncile centrale naționale (BCN). Această constatare este valabilă pentru toate misiunile și activitățile menționate în această ediție specială. Din punct de vedere organizațional, diferite comitete tehnice și grupuri de lucru reunesc experți ai BCE și ai tuturor BCN. Aceste comitete și grupuri de lucru își aduc periodic contribuția la prelucrarea unui volum imens de date și informații provenind din toate țările zonei euro. Aceasta permite cumulara celor mai bune experiențe și cunoștințe de care dispun BCN din cadrul Eurosistemului. În același timp, toate aceste comitete și grupuri de lucru adoptă punctul de vedere al zonei euro. Acest cadru a gestionat cu succes procesul de integrare și are capacitatea de a evolua.

- Începuturile Eurosistemului au fost modeste, cu cunoștințe reduse privind funcționarea zonei euro după integrarea monetară. Dacă aplicarea politicii monetare într-un mediu incert și supus șocurilor reprezintă o provocare pentru orice bancă centrală, această provocare a fost majoră în primii ani de existență ai zonei euro, având în vedere caracterul inedit al acesteia, menționat în Capitolul 3. Astfel se explică investițiile semnificative în instrumente analitice, cercetare și statistică, realizate încă de la început, după cum se arată în Capitolele 3, 4, 5, 6 și 8. A fost elaborată o gamă largă de modele și alte instrumente analitice, utilizate în prezent și îmbunătățite în permanență. Aceste analize și informații sunt, în cea mai mare parte, publice, fiind disponibile pe website-ul și în publicațiile BCE și făcând obiectul unor evaluări publice și *inter pares*.
- Strategia de politică monetară a BCE se inspiră din bunele practici ale BCN din cadrul Eurosistemului, pe care le combină cu elemente noi. Având în vedere mandatul privind menținerea stabilității prețurilor încredințat prin Tratat, Consiliul guvernatorilor a stabilit un obiectiv de inflație clar. Acesta sporește, la rândul său, transparența și responsabilitatea BCE. Analiza economică și monetară –cadrul format din doi piloni – oferă două perspective complementare pentru evaluarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor. De asemenea, aceasta furnizează un instrument de structurare a analizei interne și a comunicării externe. Strategia este acum bine înțeleasă și credibilă. Credibilitatea permite ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen lung și reducerea volatilității inflației. În Capitolele 2, 7 și 9 ale acestei ediții speciale este prezentat modul în care buna funcționare a strategiei de politică monetară a BCE susține diferite alte misiuni ale BCE și ale Eurosistemului.
- Euro – care include, în sens larg, forțele care acționează pe piață, schimbările instituționale și organizaționale și măsurile legislative – ar trebui să acționeze ca un catalizator al integrării economice și financiare. Este posibil ca aceste schimbări să producă efecte numai după o perioadă îndelungată. De fapt, procesul european de integrare economică, financiară și monetară a început în anii '50 și a progresat treptat. Decizia de a introduce euro s-a bazat pe convingerea fermă că țările din zona euro erau pregătite pentru aceasta și că noua monedă unică urma să determine demararea unor procese pozitive care să conducă la apropierea țărilor respective. În același timp, continuă să existe provocări, acestea fiind abordate în prezenta ediție specială a Buletinului lunar. În unele țări din zona euro mai există discrepanțe între inflația percepută de populație și cea măsurată efectiv – aspect prezentat în Capitolul 3. Economiiile din zona euro mai au încă multe de îmbunătățit în ceea ce privește flexibilitatea și rezistența la șocuri externe – aspect prezentat în Capitolul 4. În plus, integrarea „regională” europeană avansează în paralel cu globalizarea, care are, de asemenea, efecte ample și profunde, după cum se menționează în Capitolele 5 și 6. Prin urmare, zona euro va trebui să-și continue evoluția sub influența acestor presiuni combinate.
- Faptul că interconexiunea în cadrul zonei euro se realizează mai bine ca oricând modifică viziunea asupra Uniunii Economice și Monetare. Euro reprezintă și un simbol important al identității europene.

În prezent, euro este utilizat de 320 milioane de cetățeni din zona euro, dar are și putere circulatorie mai extinsă la nivel internațional decât monedele pe care le-a înlocuit, fiind utilizat tot mai mult pe piețele financiare internaționale, după cum se relevă în Capitolul 5. În această ediție aniversară se subliniază că euro prezintă deja o serie de avantaje, precum stabilitatea prețurilor și scăderea ratelor dobânzilor. Acestea susțin alte evoluții pozitive – treptate, dar constante –, inclusiv multiplicarea schimburilor de bunuri și servicii și un grad mai ridicat de integrare financiară, care, la rândul lor, accelerează aprofundarea și modernizarea financiară. Există, de asemenea, un grad remarcabil de rezistență într-un mediu internațional complex. În opinia noastră, aceste realizări ne vor ajuta să facem față tuturor provocărilor actuale și viitoare din zona euro și, de asemenea, să susținem

Existau puține indicii cu privire la modul în care urma să funcționeze zona euro

O zonă de stabilitate a prețurilor de acum mai extinsă

Euro, catalizator al integrării

Euro a adus stabilitatea prețurilor și un nivel scăzut al ratelor dobânzilor

adaptarea economiilor naționale. Capitolul 10 conține câteva concluzii. Tabelul de mai jos prezintă unele dintre principalele evenimente instituționale din istoria Eurosistemului.

Evenimente instituționale importante din istoria Eurosistemului, 1998-2008

1998		
Mai	Consiliul European constată că 11 țări îndeplinesc criteriile de convergență și pot adopta euro (cea de-a treia etapă a UEM).	A se vedea „Cuvânt-înainte”
Iunie	Se înființează BCE și SEBC.	A se vedea „Context istoric”
Septembrie	Prima apariție a președintelui BCE în fața Parlamentului European.	A se vedea Capitolul 2
Octombrie	Prima participare a președintelui BCE la o reuniune G7.	
Octombrie	Anunțarea strategiei de politică monetară.	A se vedea Capitolul 3.1.
Noiembrie	Adoptarea de către Consiliul UE a Regulamentului privind culegerea de informații statistice de către BCE.	A se vedea Capitolul 8
Decembrie	Anunțarea valorii de referință cantitativă pentru creșterea monetară.	
Decembrie	BCE i se acordă statut de observator la Fondul Monetar Internațional (FMI).	
Decembrie	Cursurile de schimb sunt fixate irevocabil.	A se vedea „Context istoric”
1999		
Ianuarie	Lansarea euro ca monedă fiduciară. Se stabilește o politică monetară unică pentru zona euro.	A se vedea Capitolul 2
Ianuarie	Lansarea MCS II, Danemarca și Grecia fiind primele țări care aderă la acest mecanism.	A se vedea Capitolul 2
Aprilie	Acordul Eurosistemului privind acordarea de asistență pentru acoperirea necesarului de lichiditate în situații de urgență.	A se vedea Capitolul 7
Iulie	Producerea bancnotelor euro începe la câteva imprimării.	A se vedea Capitolul 9
Noiembrie	BCE devine membru al Băncii Reglementelor Internaționale (BRI).	
2000		
Martie	Consiliul European adoptă Strategia de la Lisabona.	A se vedea Capitolul 2
2001		
Ianuarie	Grecia aderă la zona euro.	A se vedea Capitolul 2
Aprilie	Este adoptat Acordul de cooperare la nivel european între autoritățile de control al sistemelor de plăți și cele de supraveghere bancară.	A se vedea Capitolul 7
August	Este făcută publică concepția grafică a bancnotelor euro.	A se vedea Capitolul 9
Septembrie	Începe distribuția anticipată a bancnotelor și monedelor euro.	A se vedea Capitolul 9
2002		
Ianuarie	Introducerea monedei unice: până la sfârșitul lunii februarie 2002 bancnotele și monedele euro devin singurele mijloace legale de plată în toate țările din zona euro.	A se vedea Capitolul 9
Noiembrie	Este publicat pentru prima dată Raportul BCE privind structurile bancare din UE.	A se vedea Capitolul 7
2003		
Februarie	Este publicat pentru prima dată Raportul BCE privind stabilitatea sectorului bancar în UE.	A se vedea Capitolul 7
Martie	Este adoptat Acordul de cooperare la nivel european între autoritățile de supraveghere și băncile centrale în situații de criză financiară.	A se vedea Capitolul 7
Martie	Este adoptat Acordul de cooperare prin care sunt stabilite responsabilitățile în domeniul statisticilor economice și financiare la nivel comunitar între BCE și Eurostat.	A se vedea Capitolul 8
Mai	Clarificarea strategiei de politică monetară a BCE.	A se vedea Capitolul 3.1
2004		
Martie	Sunt aduse modificări cadrului operațional.	A se vedea Capitolul 3.3
Mai	Băncile centrale naționale ale celor zece noi state membre ale UE se alătură SEBC.	A se vedea Capitolul 2
Iunie	Monedele Estoniei, Lituaniei și Sloveniei participă la MCS II.	A se vedea Capitolul 2
Decembrie	Este publicat pentru prima dată Raportul BCE privind stabilitatea financiară (<i>Financial Stability Review</i>).	A se vedea Capitolul 7
2005		
Martie/Aprilie	Este relansată Strategia de la Lisabona ca urmare a studiului efectuat de un grup la nivel înalt prezidat de Wim Kok.	A se vedea Capitolul 2
Martie/Iunie	Reforma Pactului de stabilitate și creștere.	A se vedea Capitolul 2

Evenimente instituționale importante din istoria Eurosistemului, 1998-2008		
Mai	Este adoptat Acordul de cooperare la nivelul UE între autoritățile de supraveghere, băncile centrale și ministerele de finanțe în situații de criză financiară.	A se vedea Capitolul 7
Mai	Monedele Ciprului, Letoniei și Maltei aderă la MCS II.	A se vedea Capitolul 2
August	Eurosistemul publică o contribuție la consultarea Comisiei privind politica UE în domeniul serviciilor financiare (2005-2010).	A se vedea Capitolul 7
Septembrie	BCE publică pentru prima dată indicatorii de integrare financiară pentru zona euro.	A se vedea Capitolul 6
Noiembrie	Coroana slovacă participă la MCS II.	
2006		
Iulie	Este lansată inițiativa TARGET2-Securities.	A se vedea Capitolul 6
2007		
Ianuarie	Slovenia aderă la zona euro.	A se vedea Capitolul 2
Ianuarie	Băncile centrale naționale ale Bulgariei și României se alătură SEBC.	A se vedea Capitolul 2
Martie	Este publicat pentru prima dată Raportul BCE privind integrarea financiară în Europa.	A se vedea Capitolul 6
Mai	Publicarea „Angajamentului public privind activitatea statistică a SEBC”.	A se vedea Capitolul 8
Iunie	Publicarea pentru prima dată, în comun, de către BCE și Eurostat a conturilor economice și financiare trimestriale integrate ale zonei euro pe sectoare instituționale.	A se vedea Capitolul 8
Noiembrie	Eurosistemul publică o contribuție la revizuirea cadrului Lamfalussy pentru reglementare și supraveghere financiară.	A se vedea Capitolul 7
Decembrie	Este semnat Tratatul de la Lisabona.	A se vedea Capitolul 2
2008		
Ianuarie	Malta și Cipru aderă la zona euro.	A se vedea Capitolul 2
Aprilie	Publicarea „Cadrului privind calitatea statisticilor BCE”.	A se vedea Capitolul 8
Aprilie	Este adoptat un nou Acord de cooperare la nivelul UE între autoritățile de supraveghere, băncile centrale și ministerele de finanțe în situații de criză financiară.	A se vedea Capitolul 7

**Consiliul guvernatorilor
în luna iunie 1998:**

Rândul din spate

(de la stânga la dreapta):

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Rândul din față

(de la stânga la dreapta):

Eugenio Domingo Solans,
Otmar Issing, Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirrka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



**Consiliul guvernatorilor
în luna iunie 2008:**

Rândul din spate

(de la stânga la dreapta):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas, Nout Wellink,
Marko Kranjec

Rândul din mijloc

(de la stânga la dreapta):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez, Christian
Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Rândul din față

(de la stânga la dreapta):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides





**Consiliul general
în luna iunie 1998:**

Rândul din spate

(de la stânga la dreapta):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,
Urban Bäckström,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Lucas D. Papademos,
Edward A. J. George,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Rândul din față

(de la stânga la dreapta):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch,
Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Bodil Nyboe Andersen,
Jean-Claude Trichet



**Consiliul general
în luna iunie 2008:**

Rândul din spate

(de la stânga la dreapta):

Erkki Liikanen, Andrés Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber,
Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Rândul din mijloc

(de la stânga la dreapta):

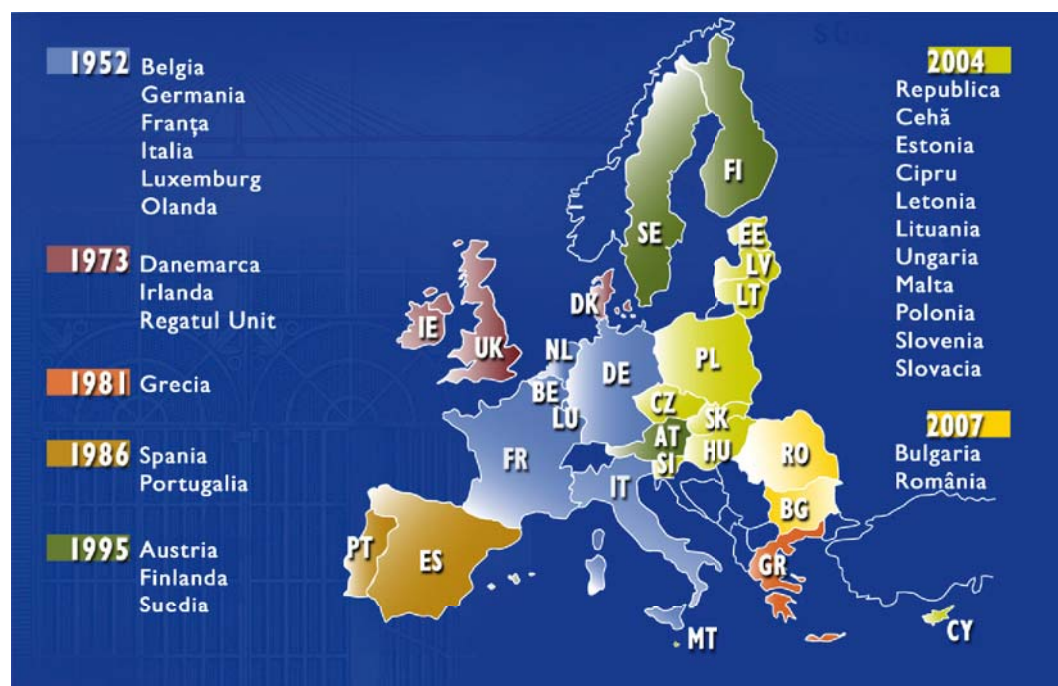
John Hurley, Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs,
Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu

Rândul din față

(de la stânga la dreapta):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides,
Yves Mersch

EXTINDEREA UNIUNII EUROPENE



EXTINDEREA ZONEI EURO 1999-2008





2 CADRUL INSTITUȚIONAL ȘI FUNCȚIONAREA ZONEI EURO

Politicile macroeconomice sunt aplicate în zona euro pe baza unei delimitări clare a responsabilităților. Competența în domeniul politicii monetare a fost atribuită la nivel supranațional, respectiv Băncii Centrale Europene. În schimb, politicile economice rămân, în mare măsură, de resortul statelor membre, deși fac obiectul unor proceduri de coordonare. Tratatul de la Maastricht a conferit BCE/ Eurosistemului independența necesară pentru aplicarea politicii monetare unice și îndeplinirea celorlalte misiuni. Totodată, Tratatul impune BCE o serie de obligații de raportare față de populație și față de reprezentanții aleși ai acesteia – Parlamentul European. De asemenea, BCE participă la diverse reuniuni organizate la nivel european și la schimburi periodice de opinii cu instituțiile comunitare.

Primul deceniu de existență a UEM a demonstrat că acest cadru instituțional fără precedent, din care BCE face parte integrantă, este, în esență, solid, fapt recunoscut și de Tratatul de la Lisabona, care a lăsat aproape neschimbat cadrul instituțional. Cu toate acestea, continuă să existe provocări importante, cu precădere la nivelul factorilor de decizie la nivel național, care ar trebui să-și asume responsabilitățile ce le revin în cadrul actual, ceea ce ar favoriza îmbunătățirea în continuare a performanțelor macroeconomice în zona euro.

Capitolul este structurat după cum urmează: Secțiunea 2.1 prezintă succint cadrul instituțional al zonei euro și unele schimbări survenite în ultimul deceniu, Secțiunea 2.2 analizează interacțiunea BCE cu alte instituții și organe comunitare, iar în Secțiunea 2.3 sunt enumerate etapele procedurale pentru extinderea zonei euro și a Uniunii Europene.

2.1 CADRUL INSTITUȚIONAL

Cadrul instituțional pentru Uniunea Economică și Monetară (UEM), stabilit prin Tratatul de la Maastricht, face o distincție clară între atribuțiile la nivel comunitar și cele la nivel național. Ca urmare a introducerii monedei unice, competența în domeniul politicii monetare a zonei euro a fost transferată la nivel comunitar. Pentru îndeplinirea obiectivului fundamental privind menținerea stabilității prețurilor, Eurosistemul beneficiază de un grad înalt de independență față de influențele politice. În schimb, politicile economice (fiscale sau structurale) rămân, în mare măsură, de resortul statelor membre, înscriindu-se într-un cadru european menit să asigure disciplina. Argumentul principal al acestei dihotomii este că, în timp ce politica monetară este, prin natura acesteia, indivizibilă în cadrul unei uniuni monetare, politicile economice trebuie să țină seama de caracteristicile naționale și de cadrul instituțional național și, prin urmare, pot fi mai eficient aplicate la nivel național. De asemenea, recunoașterea, în general, a competenței autorităților naționale în domeniul politicilor economice permite, de asemenea, un anumit grad de concurență între politici, în scopul îmbunătățirii eficienței politicilor și promovării bunelor practici¹.

În același timp, moneda unică promovează o mai bună integrare a economiilor naționale, ceea ce sporește interdependența acestora (este de menționat că fluxurile comerciale și de capital au înregistrat creșteri în ultimii zece ani – a se vedea Capitolul 5). Adoptarea unor măsuri excesiv de descentralizate și lipsite de coordonare s-ar putea dovedi contraproductivă, deoarece nu ar ține seama suficient de gradul tot mai mare de interdependență. În mod deosebit, este probabil ca un proces decizional autonom să fie mai puțin eficient în ceea ce privește identificarea unei soluții pentru șocurile economice comune care afectează, în general, în mod similar, cele mai multe dintre țări sau chiar pe toate. De asemenea, statele membre trebuie să ia în considerare posibilele efecte de contagiune (respectiv deciziile adoptate într-o țară ar putea afecta și celelalte țări). De asemenea, politicile economice ale statelor membre trebuie orientate către stabilitate pentru a

**Delimitarea clară
a atribuțiilor**

¹ Pentru mai multe detalii privind cadrul actual, a se vedea articolul *The economic policy framework in EMU* din Buletinul lunar – noiembrie 2001.

asigura compatibilitatea cu obiectivul fundamental al politicii monetare unice, cu atât mai mult cu cât țările participante la zona euro nu mai dispun de politici monetare și valutare și, prin urmare, trebuie să se bazeze pe alte politici pentru a promova competitivitatea și a se adapta la șocuri. Aceste considerații justifică măsurile de coordonare în domeniul politicilor economice. Coordonarea este posibilă prin adoptarea, în cazul politicilor, a unei abordări normative fundamentate pe legi sau proceduri „obligatorii” sau a uneia „flexibilă” bazate pe presiuni sau sprijin din partea celorlalte state membre sau pe dialog la nivel comunitar.

Trei modalități de elaborare a politicilor

Tratatul prevede trei modalități diferite de elaborare a politicilor în diverse domenii ale UEM: (i) transferul total de competență la nivel comunitar în domeniul politicii monetare; (ii) coordonarea normativă a politicii fiscale; (iii) coordonarea „flexibilă” a celorlalte politici economice. Următoarele secțiuni vor analiza, pe rând, fiecare dintre aceste domenii.

Un cadru instituțional solid

Concluzia principală a acestui capitol este că, în primii zece ani, cadrul instituțional al zonei euro a fost unul adecvat pentru funcționarea UEM. Noul Tratat de la Lisabona nu modifică în esență dispozițiile instituționale privind UEM, recunoscând astfel caracterul corespunzător al cadrului².

NIVELUL COMUNITAR

Independența, responsabilitatea și transparența băncilor centrale

Teoria economică și exemplele istorice din deceniile anterioare reprezintă o dovadă clară că independența băncii centrale reprezintă o condiție prealabilă pentru realizarea și menținerea stabilității prețurilor. În acest context, independența multidimensională a BCE este prevăzută în Tratat, care o și legitimează.

O tendință generală către independența băncilor centrale

În ultimele decenii, evoluția cadrelor de politică monetară la nivel internațional s-a caracterizat prin tendința generală de favorizare a independenței băncilor centrale. După cum se poate observa în continuare, independența reprezintă un concept cu multiple aspecte. Mai multe competențe și un grad mai ridicat de autonomie necesită legitimitate democratică, aceasta determinând un nivel sporit de transparență în aplicarea politicii monetare și comunicarea intensă cu publicul. Aceste evoluții s-au datorat modificării radicale produse în anii '70 în gândirea economiștilor, care au recunoscut rolul fundamental al anticipațiilor în comportamentul economic.

Argumentul aflat la baza independenței băncilor centrale

Independența băncii centrale, respectiv izolarea acesteia de influențele politice în procesul de aplicare a politicii monetare, asigură axarea politicii monetare pe stabilitatea prețurilor și, prin urmare, facilitează ancorarea inflației și a anticipațiilor inflaționiste la niveluri scăzute. După inflația ridicată din anii '70 s-a dorit să se afle de ce băncile centrale au permis scăderea de sub control a inflației și cum anume ar putea fi preîntâmpinate astfel de evoluții în viitor. Una dintre principalele explicații prezentate a fost aceea că pierderea controlului asupra inflației s-a datorat faptului că băncile centrale nu erau independente. În absența independenței băncilor centrale, politica monetară nu poate fi orientată în mod credibil către stabilitatea prețurilor, din moment ce aceasta poate fi expusă oricând opțiunilor politice de a spori producția pe termen scurt pe seama unei rate mai ridicate a inflației pe termen lung. Cu toate acestea, populația va înțelege problema și va anticipa creșterea inflației încă de la început, astfel încât compromisul perceput pe termen scurt între inflație și producție va fi anulat, iar singurul rezultat sigur va fi o rată a inflației tot mai ridicată. Unica modalitate de soluționare a acestei dileme este aceea de a delega politica monetară unei bănci centrale independente, care să aibă drept mandat explicit menținerea stabilității prețurilor.

² Tratatul de la Lisabona a fost semnat de șefii de stat și de guvern din UE la data de 13 decembrie 2007. Acesta modifică Tratatul privind Uniunea Europeană și Tratatul de instituire a Comunității Europene și urmărește să asigure funcționarea mai democratică, mai transparentă și mai eficientă a Uniunii Europene extinse. Tratatul de la Lisabona ar trebui să intre în vigoare în anul 2009, după ce va fi ratificat de toate statele membre.

Argumentul economic aflat la baza independenței băncii centrale trebuie transpus într-un cadru juridic cuprinzător și detaliat. Pentru a asigura independența necesară a BCE/SEBC, următoarele dimensiuni ale independenței politicii monetare pot fi desprinse din Tratat.

Independența instituțională a BCE față de orice ingerință, inclusiv din partea guvernelor, este garantată prin dispozițiile articolului 108 din Tratat. Acestea prevăd explicit că, în exercitarea competențelor lor, nici BCE și niciun membru al organelor de decizie nu poate solicita sau accepta instrucțiuni din partea instituțiilor sau a organelor comunitare, a guvernelor statelor membre sau a oricărui alt organism. Tratatul prevede în continuare că instituțiile și organele comunitare, precum și guvernele statelor membre au obligația de a respecta acest principiu, fără a încerca să influențeze membrii organelor de decizie ale BCE. Independența instituțională a BCE este completată de prerogativele în plan legislativ și de rolul consultativ în ceea ce privește proiectele de acte normative la nivel național și comunitar care țin de domeniul său de competență.

**Independența BCE are
patru dimensiuni**

Dispozițiile Tratatului asigură că BCE dispune de toate competențele și atribuțiile necesare pentru a-și îndeplini mandatul, conferindu-i astfel independența funcțională. De exemplu, BCE dispune de atribuții exclusive în ceea ce privește politica monetară în zona euro. Controlul deplin asupra bazei monetare este asigurat prin monopolul asupra emiterii de bancnote și prin cerința ca emiterea de monede de către statele membre să fie supusă aprobării BCE. De asemenea, articolul 101 din Tratat protejează Eurosistemul împotriva presiunilor în favoarea finanțării datoriei publice prin interzicerea acordării de credite sectorului public de către Eurosistem.

Independența personală le garantează membrilor Consiliului guvernatorilor siguranța mandatului și le permite să evite orice conflicte de interese. În această privință, Statutul SEBC/BCE protejează independența personală a organelor de decizie ale BCE prin prevederea unor contracte pe durată determinată relativ îndelungate și prin interzicerea revocării din funcție pe baza rezultatelor unor politici aplicate anterior. În acest sens, se consideră esențial ca guvernatorii băncilor centrale să dețină mandate semnificativ mai lungi decât cele ale politicienilor; astfel, guvernatorii băncilor centrale pot avea în vedere un orizont mai îndepărtat, concentrându-se asupra aspectelor pe termen mediu, în timp ce politicienii au obiective pe termen mai scurt, în concordanță cu ciclurile electorale.

În cele din urmă, independența financiară, care înseamnă autonomia băncii centrale în ceea ce privește resursele și veniturile financiare, este importantă prin aceea că permite băncii centrale să își îndeplinească atribuțiile în mod eficient. În cadrul UEM, aceasta este asigurată prin bugetul propriu al BCE, care este independent de cel al UE, și prin subscrierea și vărsarea integrală a capitalului BCE de către băncile centrale naționale din cadrul Eurosistemului.

Tratatul de la Lisabona include explicit BCE printre instituțiile Uniunii. Această schimbare a statutului juridic al BCE nu are un impact major asupra poziției sale în interiorul cadrului instituțional al UE, deoarece Tratatul de la Lisabona nu modifică niciuna dintre caracteristicile instituționale esențiale ale BCE, cum ar fi obiectivul principal și misiunile sale, competența de a adopta acte juridice sau personalitatea juridică și independența sa.

Amploarea independenței acordate BCE prin Tratat și Statut trebuie legitimată corespunzător pentru a fi în concordanță cu fundamentele democratice ale societății europene. Aceasta impune responsabilitate față de populație și față de organele alese în mod democratic. Legitimitatea democratică a băncilor centrale independente este reglementată diferit în funcție de fiecare sistem democratic. Mandatele acestora pot varia și în funcție de numărul obiectivelor care trebuie îndeplinite.

**Independența impune
responsabilitate**

În ceea ce privește legitimitatea democratică a BCE/SEBC, pot fi evidențiate trei elemente. În primul rând, ratificarea Tratatului și a amendamentelor aduse statutelor băncilor centrale naționale

Un grad sporit de independență conduce la scăderea inflației

Consiliul guvernatorilor BCE stabilește politica monetară

de legislația națională reprezintă o sursă majoră de legitimitate democratică. În al doilea rând, numirea membrilor Consiliului guvernatorilor, alcătuit din membrii Comitetului executiv al BCE și din guvernatorii băncilor centrale naționale, de către instituții democratice constituie un alt element important. În cele din urmă, BCE este răspunzătoare pentru politicile sale.

În ceea ce privește responsabilitatea, BCE trebuie să le explice cetățenilor și reprezentanților acestora din Parlament modul în care și-a îndeplinit mandatul. În mod deosebit, Banca Centrală Europeană i se solicită să prezinte un raport anual privind politica sa monetară și alte activități Parlamentului European, Consiliului UE, Comisiei și Consiliului European (pentru mai multe informații privind aceste organe, a se vedea Secțiunea 2.2). BCE trebuie să prezinte acest raport Parlamentului European și Consiliului UE. De asemenea, președintele BCE și ceilalți membri ai Comitetului executiv pot fi audiați de comisiile competente ale Parlamentului European, fie la solicitarea Parlamentului, fie la solicitarea acestora (obligațiile de raportare ale BCE față de Parlamentul European sunt precizate în Secțiunea 2.2).

Procesul de asumare a responsabilității este simplificat dacă mandatul băncii centrale este clar definit. În Uniunea Europeană, Tratatul conferă BCE/SEBC un obiectiv fundamental precis, respectiv menținerea stabilității prețurilor. În schimb, dacă banca centrală trebuie să realizeze mai multe obiective în același timp, ar fi din ce în ce mai dificil ca aceasta să fie trasă la răspundere cu privire la îndeplinirea mandatului său. De asemenea, Consiliul guvernatorilor BCE a stabilit o definiție cuantificată a obiectivului de realizat, precum și o strategie corespunzătoare și cuprinzătoare de urmat, care limitează deciziile discreționare și influența personală asupra procesului decizional.

Faptul că, pe plan internațional, reducerea inflației și ancorarea anticipațiilor inflaționiste în ultimele două decenii au coincis cu o mișcare globală în favoarea independenței băncilor centrale reprezintă o dovadă clară că aceasta constituie o condiție prealabilă pentru realizarea și menținerea stabilității prețurilor. Acest punct de vedere este susținut de date empirice formale. Numeroase studii au demonstrat că, în diferite țări, un grad sporit de independență a băncii centrale este asociat scăderii ratei medii a inflației³.

POLITICA MONETARĂ

Tratatul de la Maastricht atribuie BCE responsabilitatea pentru politica monetară unică și îi încredințează un obiectiv fundamental, respectiv menținerea stabilității prețurilor. Fără a aduce atingere acestui obiectiv, politica monetară trebuie să susțină politicile economice generale ale Comunității Europene. Această dispoziție decurge din principiul – susținut de date empirice și lucrări de cercetare și bazat pe un consens larg – potrivit căruia menținerea stabilității prețurilor reprezintă cea mai bună contribuție pe care politica monetară o poate avea la realizarea obiectivelor de politică economică ale Comunității, cum ar fi un nivel ridicat de ocupare a forței de muncă și o creștere economică sustenabilă, neinflaționistă. Principalele caracteristici ale cadrului de politică monetară și ale aplicării acestuia sunt prezentate în Capitolul 3. Experiența ultimilor zece ani a confirmat soliditatea și robustețea acestei abordări, după cum se demonstrează în Capitolul 4, care se referă la performanțele macroeconomice ale zonei euro.

În zona euro, deciziile de politică monetară sunt luate de Consiliul guvernatorilor BCE, care este format din cei șase membri ai Comitetului executiv al BCE și din guvernatorii băncilor centrale naționale ale țărilor din zona euro, pe baza principiului „o persoană, un vot”. În ceea ce privește operațiunile prin care sunt puse în aplicare deciziile de politică monetară, Consiliul guvernatorilor le derulează, ori de câte ori este posibil și adecvat, prin intermediul băncilor centrale naționale,

³ A se vedea P. Moutot, A. Jung și F. Mongelli (2008), *The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making*, anexa 1, Studiul ocazional nr. 79 al BCE, pentru o prezentare succintă și o reevaluare a datelor.

în conformitate cu principiul descentralizării operaționale⁴ (de exemplu, în timp ce rata minimă a dobânzii acceptată pentru operațiunea principală de refinanțare săptămânală este stabilită în mod centralizat de către BCE, operațiunile de licitație sunt derulate de băncile centrale naționale cu contrapartidele acestora).

Pentru euro a fost adoptat un regim flexibil al cursului de schimb, ceea ce presupune că valoarea externă a monedei euro – la fel ca cea a principalelor valute, cum ar fi dolarul SUA – este stabilită pe piață. Cursul de schimb nu este un instrument de politică economică. Într-adevăr, nu ar fi fost logic ca moneda euro să fie creată, iar politica monetară aferentă acesteia să facă apoi obiectul unor cerințe externe, nu interne. Stabilitatea prețurilor reprezintă un obiectiv atât pentru politica monetară, cât și pentru cea valutară și, prin urmare, nu există un obiectiv al cursului de schimb. În aplicarea politicii sale monetare, BCE ia în considerare cursul de schimb în măsura în care acesta afectează situația economică și perspectivele privind stabilitatea prețurilor.

Un regim flexibil al
cursului de schimb
pentru euro

NIVELUL NAȚIONAL

Politica fiscală

Disciplina fiscală este necesară pentru buna funcționare a Uniunii Monetare, deoarece politicile fiscale inadecvate pot alimenta anticipații sau pot conduce la presiuni politice asupra băncii centrale pentru ca aceasta să permită un nivel mai ridicat al inflației cu scopul de a atenua datoria publică sau de a menține ratele dobânzilor la un nivel scăzut. Tratatul conține, așadar, câteva dispoziții pentru a evita astfel de riscuri. O descriere mai detaliată a politicilor fiscale și a rezultatelor acestora este prezentată în Capitolul 4.

Sunt necesare politici
fiscale solide

În primul rând, Tratatul interzice în mod explicit finanțarea deficitelor bugetare prin intermediul băncilor centrale. Acesta mai prevede că sectorul public nu trebuie să beneficieze de acces privilegiat la instituțiile financiare. În plus, așa-numita clauză „no bail-out” din Tratat menționează clar faptul că nici Comunitatea, niciun stat membru nu poate fi considerat responsabil pentru angajamentele asumate de un alt stat membru.

De asemenea, Tratatul impune statelor membre UE obligația de a evita deficiturile excesive. În ceea ce privește statele membre care nu respectă plafoanele pentru deficitul bugetar și pentru datoria publică stabilite în Protocolul privind procedura de deficit excesiv (PDE), anexat Tratatului, aplicarea acestei proceduri poate conduce, în ultimă instanță, la sancțiuni financiare.

Cadrul fiscal a fost îmbunătățit semnificativ în anul 1997 prin includerea Pactului de stabilitate și creștere (PSC)⁵. Componenta preventivă a PSC include o procedură mai concretă de supraveghere multilaterală prin care statele membre ale zonei euro prezintă un program de stabilitate, în timp ce statele din afara zonei euro prezintă un program de convergență. Aceste programe anuale oferă o privire de ansamblu asupra evoluțiilor economice și fiscale din fiecare țară, un obiectiv pe termen mediu pentru politica fiscală și măsurile de adaptare în vederea atingerii obiectivului pe termen mediu. De asemenea, Consiliul poate emite o avertizare timpurie. În plus, componenta corectivă a PSC a clarificat și a simplificat diferitele etape și calendarul procedurii de deficit excesiv.

Politici fiscale coordonate
prin intermediul Pactului
de stabilitate și creștere

Cu privire la „componenta corectivă”, reforma PSC din anul 2005 a adus mai multă flexibilitate procedurilor. În mod deosebit, s-a extins aprecierea discreționară în stabilirea unui deficit excesiv și au

4 Pentru o analiză a principiului descentralizării și a diferenței față de principiul subsidiarității, a se vedea Zilioli, *ESZB-Satzung*, Artikel 12, în von der Groeben-Schwarze hrgb., *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union*, 2003, ediția a 6-a, p 427-428 și Zilioli, Selmayr, *The Law of the ECB*, Hart publishing 2001, p. 70-71.

5 Pactul de stabilitate și creștere, adoptat în iunie 1997, constă într-o Rezoluție a Consiliului European și Regulamentele nr. 1466/97 și nr.1467/97. A se vedea și J. Stark, (2001), *The genesis of a pact*, în: Brunila, A., M. Buti și D. Franco (ed.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*. Basingstoke: Palgrave.

fost prelungite termenele procedurale. Cu privire la „componenta preventivă”, pactul revizuit a mărit și marja discreționară aferentă stabilirii obiectivului pe termen mediu și progreselor înregistrate în realizarea acestuia. Mulți observatori, inclusiv BCE, și-au exprimat îngrijorarea cu privire la faptul că aceste schimbări ar putea submina încrederea în cadrul fiscal și în sustenabilitatea finanțelor publice ale țărilor din zona euro – și că, pe ansamblu, acesta ar deveni mai complex și mai puțin transparent.

Politicile structurale

Conform Tratatului, statele membre UE au obligația să considere politicile economice drept „o chestiune de interes comun”. Orientările generale de politică economică reprezintă elementul esențial al acestui proces. Tratatul stabilește, de asemenea, un cadru de supraveghere multilaterală a politicilor privind ocuparea forței de muncă, inclusiv adoptarea Orientărilor privind ocuparea forței de muncă. Totuși, în timp ce Consiliul poate emite recomandări statelor membre care nu respectă Orientările generale de politică economică, în Tratat nu se prevede niciun mecanism coercitiv sau penalizator.

Politicile structurale reprezintă un element important în procesul general de coordonare a politicilor economice și fac obiectul unei abordări „flexibile” a coordonării, care se bazează în mare parte pe presiuni sau sprijin din partea celorlalte state membre. După cum se menționează în Capitolul 4, pentru buna funcționare a UEM sunt necesare piețe cu un grad ridicat de flexibilitate și competitivitate, deoarece țările nu mai pot recurge la unele dintre mecanismele de adaptare caracteristice perioadei anterioare UEM pentru a-și restabili competitivitatea (de exemplu, prin devalorizarea monedei). Politicile economice orientate către partea de ofertă trebuie să ia în considerare condițiile specifice fiecărei țări și, prin urmare, este posibilă numai coordonarea „flexibilă” a acestor politici.

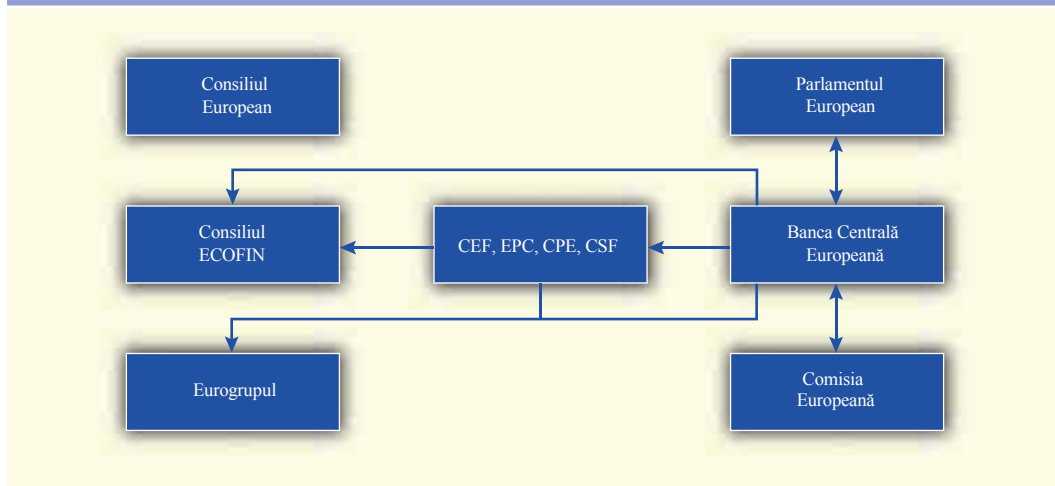
În luna martie 2000, Consiliul European de la Lisabona a revizuit această abordare prin adoptarea așa-numitei „Strategii de la Lisabona”, un program ambițios de reforme structurale, menit să sporească potențialul de dezvoltare al Uniunii Europene. Strategia conține două inovații la nivel instituțional: (i) „reuniunile de primăvară”, în cadrul cărora Consiliul European este invitat să transmită impulsul și orientările privind politicile economice și reformele structurale și (ii) o nouă „metodă deschisă de coordonare” (o nouă formă de guvernare în UE), care să consolideze cooperarea prin stabilirea „bunelor practici”.

Cu toate acestea, după cinci ani de la elaborarea Strategiei de la Lisabona, rezultatele acesteia erau oarecum eterogene. Ca urmare a unui studiu efectuat de un grup de experți la nivel înalt, prezidat de Wim Kok, fostul prim-ministru al Țărilor de Jos, Consiliul European din primăvara anului 2005 a convenit asupra modificării substanțiale a Strategiei de la Lisabona. Mai precis, acesta a reorientat Strategia de la Lisabona către dezvoltare și ocuparea forței de muncă și a optimizat cadrul de guvernare cu scopul de a stimula asumarea reformelor structurale la nivel național și, în consecință, legitimitatea politică a întregului proces.

În primăvara anului 2005, Consiliul European a hotărât, de asemenea, să reunească Orientările generale de politică economică și Orientările privind ocuparea forței de muncă într-un singur document intitulat „Orientări integrate” pentru a spori coerența acestora. Acestea au fost adoptate pentru o perioadă de trei ani și sunt actualizate anual, după caz. În plus, numeroasele rapoarte elaborate anterior au fost înlocuite cu programe naționale de reformă, care permit evaluarea anuală a progreselor înregistrate.

Ținând seama de amploarea zonei euro, diferențele între rezultatele economice înregistrate de statele membre ale acesteia nu sunt surprinzătoare (pentru o descriere a diferențelor între performanțele macroeconomice de la o țară la alta în cadrul zonei euro, a se vedea Secțiunea 3, Capitolul 4). Diferențe similare se observă și în alte zone monetare extinse, cum ar fi Statele Unite. Cu toate acestea, faptul că diferențele economice din zona euro tind să persiste demonstrează că economiile din zona euro nu

Grafic 1 Relațiile dintre BCE și alte instituții/organe comunitare



sunt suficient de flexibile. Este, așadar, esențial ca guvernele să-și mențină angajamentele asumate față de obiectivele Strategiei de la Lisabona pentru a beneficia de avantajele UEM.

2.2 INTERACȚIUNEA DINTRE BCE ȘI ALTE INSTITUȚII ȘI ORGANE COMUNITARE

Cadrul instituțional al UEM descris anterior necesită o interacțiune mai intensă între instituțiile comunitare/supranaționale. Această secțiune completează considerațiile anterioare asupra principiilor generale care stau la baza cadrului UEM. Este analizată în mod deosebit interacțiunea dintre BCE și principalele instituții comunitare⁶.

RELAȚIILE CU PARLAMENTUL EUROPEAN

După cum s-a menționat anterior, deși se bucură de independență, BCE respectă principiul transparenței față de publicul larg și face obiectul unor obligații extinse de raportare, în special față de Parlamentul European. În acest context, președintele BCE și ceilalți membri ai Comitetului executiv pot fi audiați de comisiile competente ale Parlamentului European, fie la solicitarea Parlamentului, fie la solicitarea acestora. În practică, președintele BCE se prezintă o dată la trei luni în fața Comisiei pentru afaceri economice și monetare. Raportul anual al BCE este prezentat atât Comisiei pentru afaceri economice și monetare, cât și plenului Parlamentului European.

BCE are obligații de raportare față de Parlamentul European

În plus, pe lângă obligațiile impuse de Tratat, există și alte contacte între BCE și Parlamentul European, cum ar fi vizitele informale. BCE a acceptat, de asemenea, să răspundă întrebărilor adresate în scris de către membrii Parlamentului European. Pentru și mai multă transparență, atât întrebările, cât și răspunsurile sunt publicate în Jurnalul Oficial al UE.

⁶ Trebuie notat faptul că graficul de mai sus ilustrează numai interacțiunile dintre BCE și alte instituții/foruri comunitare și nu interacțiunile dintre acestea din urmă. Pentru o analiză mai completă, a se vedea și articolul *The ECB's relation with institutions and bodies of the European Community* din Buletinul lunar - octombrie 2000.

Președintele BCE poate participa la ședințele Consiliului ECOFIN

Acest cadru permite ca BCE să răspundă pentru acțiunile sale în fața reprezentanților aleși ai UE și în fața publicului.

RELAȚIILE CU CONSILIUL ECOFIN ȘI COMITETELE SALE PREGĂTITOARE

Consiliul ECOFIN (reunit la nivelul miniștrilor de finanțe) dezbate probleme de politică economico-financiară a UE și (spre deosebire de Eurogrup, a se vedea subsecțiunea următoare) poate lua decizii oficiale. Tratatul prevede că președintele BCE trebuie să participe la ședințele Consiliului ori de câte ori acesta dezbate probleme legate de obiectivele și misiunile BCE/Eurosistemului. Tratatul mai prevede că președintele Consiliului (președintele *de facto* al Eurogrupului) participă la ședințele Consiliului guvernatorilor fără drept de vot.

Deciziile Consiliului ECOFIN sunt pregătite de Comitetul economico-financiar (CEF), care reunește reprezentanți naționali la nivel înalt din ministerele de finanțe și din băncile centrale, precum și funcționari superiori din cadrul Comisiei Europene și al BCE. CEF are un rol esențial în analiza situației economico-financiare a statelor membre și a Comunității și coordonează, de asemenea, pozițiile adoptate de UE în forurile internaționale. Comitetul pentru servicii financiare (CSF) participă la pregătirea deciziilor ECOFIN în domeniul serviciilor și supravegherii financiare. BCE este, de asemenea, membră a Comitetului pentru politică economică (CPE), care deține un rol major în pregătirea dezbaterilor Consiliului ECOFIN cu privire la reformele structurale.

RELAȚIILE CU EUROGRUPUL

Dialogul în cadrul Eurogrupului...

Guvernanța economică în zona euro se bazează în mare parte pe discuțiile neoficiale care au loc în cadrul Eurogrupului. Acest organism informal, care a fost instituit printr-o rezoluție a Consiliului European de la Luxemburg, din luna decembrie 1997, reunește lunar miniștrii de finanțe din zona euro. Sunt, de asemenea, invitați să participe comisarul pentru afaceri economice și monetare și președintele BCE.

În cadrul Eurogrupului are loc un schimb de opinii onest și deschis între principalii factori de decizie din zona euro. Aceste discuții permit BCE să obțină informații direct de la sursă și să explice deciziile luate.

... a devenit tot mai important

Eurogrupul a devenit din ce în ce mai important în ultimii zece ani, fapt reflectat în agenda sa, care s-a extins de-a lungul timpului. Dacă anterior se concentra îndeosebi asupra politicilor fiscale, Eurogrupul abordează în prezent și alte aspecte, cum ar fi reformele structurale, evoluțiile legate de competitivitatea fiecărei țări din zona euro, stabilitatea financiară și evoluția cursului de schimb. Rolul informal al Eurogrupului este atestat de un protocol anexat noului Tratat de la Lisabona, care are drept scop „să dezvolte o coordonare din ce în ce mai strânsă între politicile economice din zona euro”.

RELAȚIILE CU COMISIA EUROPEANĂ

Relații strânse cu Comisia Europeană

Comisia Europeană are un rol important în cadrul instituțional al UEM. În mod deosebit, acest organism are drept de inițiativă legislativă, putând înainta spre adoptare propuneri Parlamentului European și Consiliului. De asemenea, aceasta deține un rol esențial în monitorizarea modului de aplicare a deciziilor și acordurilor la nivel european. BCE menține un contact permanent cu Comisia Europeană și efectuează schimburi de opinii cu reprezentanții Comisiei în cadrul reuniunilor la nivel european. În plus, comisarul pentru afaceri economice și monetare poate participa la ședințele

Consiliului guvernatorilor fără drept de vot. Pe lângă aceste contacte oficiale, BCE a stabilit o serie de contacte neoficiale cu servicii din cadrul Comisiei Europene.

2.3 PROCESELE DE EXTINDERE

EXTINDEREA UE

Primii zece ani de la lansarea monedei euro au coincis cu o expansiune fără precedent a Uniunii Europene. La 1 mai 2004, zece țări au aderat la Uniune și altele două au urmat la data de 1 ianuarie 2007. Din multe puncte de vedere, această extindere a fost cea mai importantă și cea mai vastă din istoria Uniunii Europene. Numărul total al statelor membre a crescut de la 15 la 27, iar populația s-a mărit cu aproximativ 100 de milioane, ajungând la aproape 500 de milioane. Totodată, impactul economic al acestei expansiuni a rămas pe ansamblu relativ nesemnificativ. PIB total a crescut cu mai puțin de 10%, venitul pe cap de locuitor în majoritatea noilor state membre fiind, în momentul aderării, mult mai scăzut decât media UE.

Se anticipează că extinderea va continua în următorii ani, dar într-un ritm mai lent. Trei țări au primit statutul de candidat: Turcia în 1999, Croația în 2004 și Fosta Republică Iugoslavă a Macedoniei în 2005. Toate celelalte state din vestul Balcanilor sunt țări potențial candidate, cu perspectiva unei eventuale aderări la UE.

Întrucât se așteaptă ca toate noile state membre să adopte moneda euro la un moment dat, Eurosistemul a acordat și acordă în continuare o atenție deosebită extinderii UE. Consiliul general al BCE examinează periodic evoluțiile economice, financiare și monetare din țările candidate și din țările potențial candidate. Eurosistemul a inițiat, de asemenea, un dialog strâns cu băncile centrale din țările care se pregătesc să adere la UE. În mod deosebit, înaintea valurilor anterioare de extindere, Eurosistemul a organizat, împreună cu băncile centrale naționale, o serie de seminarii privind procesul de aderare la UE, care au facilitat integrarea în SEBC a băncilor centrale din țările în curs de aderare. BCE a stabilit, de asemenea, contacte și schimburi intense de informații, inclusiv prin intermediul unui dialog anual la nivel înalt în domeniul politicilor, cu băncile centrale din actualele țări candidate.

EXTINDEREA ZONEI EURO

Euro a debutat ca monedă unică a 11 state membre. Zece ani mai târziu, a devenit moneda a 15 state membre. Au avut deja loc trei valuri de extindere a zonei euro prin aderarea Greciei în 2001, a Sloveniei în 2007 și a Ciprului și Maltei în 2008. Noi valuri de extindere a zonei euro sunt așteptate în anii următori.

Țările UE se îndreaptă către adoptarea euro în conformitate cu o procedură bine stabilită, care cuprinde mai multe etape. Prima etapă se încheie atunci când statul membru aderă la mecanismul cursului de schimb MCS II.

În această etapă, politica monetară și cea valutară trebuie să îndeplinească trei cerințe esențiale prevăzute de Tratat. În primul rând, politica valutară trebuie considerată o problemă de interes comun. În al doilea rând, stabilitatea prețurilor trebuie să constituie obiectivul principal al politicii monetare. În al treilea rând, țara respectivă trebuie să evite deficitele excesive (chiar dacă sancțiunile financiare prevăzute de procedura de deficit excesiv pot fi aplicate numai atunci când țara respectivă a adoptat euro).

Recenta extindere de
proporții a UE

Drumul către adoptarea
euro trece prin...

... aderarea la MCS II

... respectarea benzilor de fluctuație...

A doua etapă începe atunci când un stat membru aderă la MCS II. În cadrul acestui mecanism, se adoptă pentru moneda națională un regim de curs de schimb fix, dar ajustabil, în jurul parității centrale față de euro, cu o bandă de fluctuație standard de $\pm 15\%$. Acest mecanism este succesorul direct al mecanismului cursului de schimb inițial, care a fost utilizat din anul 1979 până la introducerea monedei euro la data de 1 ianuarie 1999. Mecanismul cursului de schimb are un rol stabilizator, ajută la orientarea politicilor macroeconomice către durabilitate și contribuie la ancorarea anticipațiilor inflaționiste. MCS II constituie un test de piață pentru statele membre în drumul lor către adoptarea euro, deoarece se așteaptă ca aceste țări să aplice politici orientate către stabilitate, pentru a stimula stabilitatea cursului de schimb și convergența nominală. Din acest punct de vedere, participarea la MCS II poate fi considerată ca o „perioadă de instruire” în vederea adoptării monedei unice europene.

... îndeplinirea criteriilor de convergență

Adoptarea monedei euro, care reprezintă cea de-a treia etapă, începe numai după ce țara respectivă a îndeplinit în totalitate așa-numitele criterii de convergență pe termen lung (a se vedea și Secțiunea 4.4). Aceste criterii sunt prevăzute în Tratatul de la Maastricht și detaliate într-un protocol anexat la acesta. Scopul acestora este de a asigura un proces sustenabil de convergență nominală în ceea ce privește evoluția prețurilor, cursurile de schimb pe termen lung, precum și deficitul bugetar și datoria publică. De asemenea, statul membru respectiv trebuie să fi participat timp de doi ani la MCS II în cadrul benzilor normale de fluctuație, fără să fi înregistrat tensiuni puternice. În această perioadă, statul respectiv trebuie să-și armonizeze integral legislația națională (în special legislația cu privire la statutul băncii centrale) cu Tratatul și cu Statutul SEBC.

Decizia prin care se stabilește dacă un stat membru a atins nivelul necesar de convergență sustenabilă pentru a adopta moneda euro este luată de către Consiliul ECOFIN, după dezbaterile acestei probleme de către șefii de stat și de guvern. Decizia se bazează pe Rapoartele de convergență întocmite de BCE și Comisia Europeană, pe un aviz al Parlamentului European și pe o propunere din partea Comisiei Europene. În plus, Consiliul ECOFIN adoptă reglementările necesare pentru introducerea monedei euro într-un nou stat membru, inclusiv o reglementare de stabilire a cursului de schimb fix irevocabil între moneda națională și euro.

Pe ansamblu, UE a stabilit o procedură clară care consideră adoptarea monedei euro ca fiind etapa finală a unui proces de convergență structurat într-un cadru multilateral. Prin urmare, euroizarea oficială unilaterală nu ar fi compatibilă cu dispozițiile Tratatului.

Aderarea la zona euro implică o serie de consecințe de ordin operațional și necesită pregătiri tehnice intense, mai ales în ceea ce privește adoptarea euro ca monedă fiduciară, instrumentele necesare aplicării politicii monetare și participării la infrastructurile pieței din zona euro pentru gestionarea plăților și a operațiunilor cu constituire de garanții. Eurosistemul a lansat, de asemenea, diferite campanii de informare pentru a permite agenților care operează cu numerar și publicului larg să se familiarizeze cu aspectul și cu elementele de siguranță ale bancnotelor și monedelor euro (de exemplu, prin distribuirea de pliante informative către populație sau prin organizarea de conferințe și seminarii pentru comunitatea de afaceri). Prin adoptarea monedei euro, băncile centrale naționale intră în componența Eurosistemului, iar guvernatorii acestora devin membri ai Consiliului guvernatorilor.

2.4 CONCLUZII

Cadrul instituțional introdus de Tratatul de la Maastricht este unic, incluzând o politică monetară centralizată și politici fiscale și structurale descentralizate. Pe lângă această delimitare clară a

atribuțiilor, cadrul cuprinde procedurile de coordonare corespunzătoare care iau în considerare interdependența sporită a țărilor din zona euro după introducerea monedei unice.

Experiența primilor zece ani de existență a UEM sugerează că acest cadru funcționează bine, fapt recunoscut și de noul Tratat de la Lisabona, care nu a modificat esențial cadrul instituțional. În același timp însă, nu toți factorii de decizie și-au respectat întotdeauna angajamentele și acordurile la nivel comunitar. Prin urmare, ceea ce trebuie reținut în privința celui de-al doilea deceniu de funcționare a UEM ar fi aceea că toți factorii de decizie trebuie să-și respecte responsabilitățile asumate în cadrul uniunii monetare, pentru garantarea succesului continuu al UEM.



3 STRATEGIA DE POLITICĂ MONETARĂ A BCE ȘI IMPLEMENTAREA ACESTEIA

În vederea îndeplinirii mandatului său de menținere a stabilității prețurilor în zona euro, Consiliul guvernatorilor s-a bazat pe o strategie de politică monetară anunțată în mod public încă de la începuturile Uniunii Monetare. În ansamblu, această strategie s-a dovedit eficientă în ultimii zece ani. Deciziile de politică monetară au contribuit la ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen lung la niveluri care reflectă stabilitatea prețurilor. Totodată, datorită flexibilității sale și diversității instrumentelor și procedurilor care intră în componența sa, cadrul operațional al Eurosistemului de implementare a politicii monetare s-a dovedit eficient și durabil, inclusiv în perioade de turbulențe pe piețele financiare.

Capitolul este structurat după cum urmează: Secțiunea 3.1 prezintă succint strategia de politică monetară a BCE, concentrându-se pe evoluția din ultimul deceniu a analizelor economice și monetare din cadrul abordării bazate pe doi piloni, prin care Consiliul guvernatorilor evaluează riscurile la adresa stabilității prețurilor. Secțiunea 3.2 descrie modul de punere în aplicare a politicii monetare unice și maniera în care aceasta a reușit să orienteze anticipațiile inflaționiste într-un mediu economic și financiar în permanentă schimbare, caracterizat prin numeroase provocări. Analizând mai detaliat orientarea politicii monetare, Secțiunea 3.2 identifică cinci etape principale, respectiv tranziția la Uniunea Monetară (de la mijlocul anului 1998 până la mijlocul anului 1999), întărirea politicii monetare pentru contracararea presiunilor inflaționiste (de la mijlocul anului 1999 până la finele anului 2000), reducerile ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE (din prima parte a anului 2001 până la mijlocul anului 2003), menținerea nemodificată a ratelor dobânzilor reprezentative (în intervalul cuprins între mijlocul anului 2003 și sfârșitul anului 2005) și renunțarea la orientarea acomodativă a politicii monetare începând cu finele anului 2005. Secțiunea 3.3 prezintă procedurile și instrumentele operaționale utilizate de BCE pentru implementarea deciziilor de politică monetară. Secțiunea 3.4 cuprinde concluziile, respectiv învățămintele și direcțiile de urmat.

3.1 STRATEGIA DE POLITICĂ MONETARĂ A BCE

CARE SUNT AVANTAJELE STABILITĂȚII PREȚURILOR?

Tratatul privind Uniunea Europeană (cunoscut și ca „Tratatul de la Maastricht”) instituie o ierarhie clară a obiectivelor Eurosistemului, stabilitatea prețurilor fiind cea mai importantă dintre acestea. Această opțiune se bazează atât pe dovezi istorice clare, cât și pe teoria economică, întrucât stabilitatea prețurilor contribuie la creșterea nivelului de trai prin diverse canale.

Stabilitatea prețurilor protejează valoarea reală a veniturilor și averii, în timp ce inflația neașteptată conduce în mod inevitabil la o redistribuire arbitrară și neintenționată. Stabilitatea prețurilor este în primul rând în avantajul celor mai vulnerabile categorii sociale, ale căror plasamente sunt în mare parte reprezentate de numerar și conturi de economii, în condițiile în care valoarea reală a acestor investiții este erodată cu ușurință de inflație. Dat fiind accesul relativ limitat la piețele financiare, aceste categorii au șanse mici să eludeze așa-numitul „impozit” reprezentat de inflație (*inflation tax*)¹. Din acest punct de vedere, pensionarii – care depind de pensia lunară și de economiile realizate în timpul vieții active – reprezintă o categorie aparte, cu un grad sporit de vulnerabilitate la inflație. Astfel, stabilitatea prețurilor contribuie și la coeziunea socială.

Totodată, un mediu de prețuri stabile permite oamenilor să deosebească mai ușor modificările la nivelul prețurilor relative (respectiv ajustarea prețurilor unui anumit bun sau serviciu) de cele la nivelul general al prețurilor. Acest lucru înseamnă că oamenii pot avea deplină încredere în funcția de semnal și informare a prețurilor unui anumit bun sau serviciu. Într-un astfel de mediu, oamenii conștientizează faptul că eventuala ajustare a prețurilor se datorează fluctuațiilor în „penuria relativă” de bunuri și servicii

**Stabilitatea prețurilor
ca obiectiv primordial**

**Avantajele stabilității
prețurilor**

¹ Pentru detalii suplimentare, a se vedea W. Easterly și S. Fischer, *Inflation and the Poor*, World Bank Policy Research Working Paper No.- 2335, 2000.

ca răspuns la fluctuațiile de cerere și ofertă aferente. În acest context, stabilitatea prețurilor facilitează comparația între acestea, contribuind astfel la adoptarea unor hotărâri în cunoștință de cauză în privința consumului și a plasamentelor, dar și la funcționarea eficientă și fără dezechilibre a piețelor.

Stabilitatea prețurilor contribuie și la scăderea ratelor dobânzilor nominale și reale. De exemplu, inflația erodează valoarea reală a activelor nominale, iar într-un mediu inflaționist împrumutătorii obișnuiesc să impună o primă specifică, menită să contracareze riscurile de inflație aferente investițiilor efectuate. În schimb, împrumutătorii nu percep o astfel de primă de risc în condiții de stabilitate a prețurilor. Prin diminuarea primelor de risc de inflație, stabilitatea prețurilor implică niveluri mai scăzute ale ratelor dobânzilor reale, ceea ce transformă proiectele de investiții în opțiuni mai rentabile. Astfel, ratele mai scăzute ale dobânzilor contribuie la creșterea gradului de ocupare a forței de muncă și la dezvoltarea economică.

De asemenea, stabilitatea prețurilor reprezintă cea mai bună și, în ultimă instanță, singura contribuție pe care o politică monetară credibilă o poate avea la creșterea economică, crearea de locuri de muncă și coeziunea socială. Această situație reflectă ideea conform căreia o autoritate care controlează un singur instrument nu poate îndeplini decât un singur obiectiv și nici nu poate fi responsabilă de atingerea mai multor obiective. Urmărirea unor obiective suplimentare riscă să împovăreze excesiv politica monetară, ceea ce ar conduce la creșterea ratei inflației și a șomajului. Pe termen lung, politica monetară nu poate influența decât nivelul prețurilor dintr-o economie, fără a exercita un impact durabil asupra activității economice în sine. Acest principiu general este îndeobște cunoscut drept „neutralitatea banilor pe termen lung”. În acest context, Tratatul prevede o repartizare eficientă și neechivocă a responsabilităților, politicii monetare revenindu-i obiectivul fundamental de menținere a stabilității prețurilor.

Datele disponibile recent indică faptul că relația dintre inflație și creșterea economică ar putea fi chiar negativă pe termen lung, în condițiile în care creșterea permanentă a inflației conduce la o pierdere netă în veniturile reale². Acesta ar fi un motiv în plus pentru băncile centrale să își asume în mod deschis responsabilitatea pentru menținerea stabilității prețurilor. Numai astfel politica monetară ar reduce la minim costurile inflației și ar contribui la optimizarea potențialului productiv pe termen lung al economiei.

ELEMENTE ALE STRATEGIEI DE POLITICĂ MONETARĂ

În momentul adoptării și anunțării strategiei de politică monetară de către Consiliul guvernatorilor, în luna octombrie 1998 (în timp util înaintea debutului UEM), una dintre problemele fundamentale era în ce măsură strategia va putea depăși toate provocările cu care urma să se confrunte zona euro recent constituită. Prin urmare, se impune pentru început o scurtă analiză a principalelor elemente și a raționamentului care a stat la baza strategiei.

Strategia de politică monetară a fost elaborată pe baza unor demersuri exhaustive întreprinse de Institutul Monetar European (precursorul BCE) și asigură o abordare sistematică și consecventă a orientării politicii monetare. Strategia constă în două componente principale: în primul rând, o definiție cantitativă a stabilității prețurilor ca obiectiv fundamental al BCE și, în al doilea rând, un cadru bazat pe doi piloni ca principiu organizatoric pentru analiza care stă la baza evaluării perspectivelor privind evoluția prețurilor. Încă de la început, strategia de politică monetară a reprezentat o bază solidă pentru orientarea și comunicarea acțiunilor de politică monetară. În anul 2003, în contextul unei evaluări generale a strategiei sale, Consiliul guvernatorilor a confirmat principalele elemente ale strategiei.

² A se vedea articolul *Price stability and growth* din Buletinul lunar – mai 2008.

DEFINIȚIA CANTITATIVĂ A STABILITĂȚII PREȚURILOR

În pofida faptului că Tratatul stabilește în mod clar obiectivul fundamental al politicii monetare de menținere a stabilității prețurilor, documentul nu oferă o definiție precisă, cantitativă a acestui obiectiv. Pentru a stabili un etalon clar în vederea asumării răspunderii în mod public, dar și a ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen lung, Consiliul guvernatorilor BCE a adoptat o definiție cantitativă a stabilității prețurilor în anul 1998, conform căreia „stabilitatea prețurilor va fi definită ca o creștere anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) din zona euro de sub 2%. Stabilitatea prețurilor trebuie menținută pe termen mediu”. Totodată, în luna mai 2003, în urma unei evaluări complete a strategiei de politică monetară, Consiliul guvernatorilor a precizat că, prin această definiție, intenționează să mențină inflația IAPC la un nivel „inferior, dar apropiat de 2%”. Această abordare este suficientă pentru a elimina atât riscul unei inflații extrem de scăzute, cât și riscul de deflație.

Adoptarea de către Consiliul guvernatorilor a definiției cantitative a stabilității prețurilor în anul 1998 a avut în vedere o serie de caracteristici ale zonei euro:

- în primul rând, un indice al prețurilor de consum la nivelul întregii zone euro – în acest caz, IAPC (a se vedea Caseta 1 din Capitolul 8) – reprezintă alegerea firească a BCE ca referință pentru stabilitatea prețurilor, întrucât acoperă tranzacțiile monetare din zona euro;
- în al doilea rând, definiția se aplică zonei euro în ansamblu, reflectând faptul că – în cadrul unei uniuni monetare – politica monetară nu poate aborda chestiuni specifice fiecărei țări;
- în al treilea rând, definiția evidențiază că o rată a inflației superioară nivelului de 2% nu este compatibilă cu stabilitatea prețurilor, respectiv obiectivul fundamental al BCE. Pe de altă parte, din aceeași definiție reiese că nici ratele inflației extrem de scăzute, și mai ales deflația, nu sunt compatibile cu obiectivul menționat.

Totodată, definiția stabilității prețurilor subliniază orientarea politicii monetare a BCE pe termen mediu. Având în vedere că politica monetară nu poate influența evoluțiile prețurilor decât cu decalaje temporale semnificative și variabile, și numai într-o măsură incertă, este imposibil ca o bancă centrală să mențină în permanență o rată prestabilită a inflației sau să o readucă la nivelul dorit într-un interval de timp foarte scurt. Prin urmare, politica monetară trebuie să acționeze de o manieră anticipativă, cu o orientare pe termen mediu, astfel încât să se evite activismul excesiv și introducerea unei volatilități inutile în economia reală. În consecință, este inevitabilă o anumită volatilitate pe termen scurt la nivelul ratelor inflației.

CEI DOI PILONI AI STRATEGIEI DE POLITICĂ MONETARĂ A BCE

Abordarea de ansamblu a BCE în raport cu analiza informațiilor relevante pentru evaluarea de o manieră anticipativă a riscurilor la adresa stabilității prețurilor se bazează pe două perspective analitice, denumite adesea „cei doi piloni”. Această structură bazată pe doi piloni constituie principiul organizatoric pentru analiza internă aferentă deliberărilor și deciziilor de politică monetară ale BCE, precum și în procesul de comunicare către piețele financiare și publicul larg.

Obiectivul analizei economice îl reprezintă identificarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen scurt și mediu. În acest scop, analiza economică încearcă să identifice șocurile economice relevante pentru înțelegerea evoluțiilor prețurilor și a tendințelor producției pe termen scurt și mediu, în special în contextul analizei ciclurilor de afaceri. Această analiză trece în revistă o paletă largă de indicatori ai activității economice, de prețuri și costuri, în principal la nivel agregat în zona euro, dar și la nivel sectorial și național. Toate aceste elemente contribuie la evaluarea dinamicii activității reale și a evoluției probabile a prețurilor din perspectiva interacțiunii dintre cerere și ofertă pe piețele de bunuri, servicii și factori de producție la orizonturi mai scurte de timp. Unul

Inflația anuală măsurată prin IAPC la un nivel inferior, dar apropiat de 2%...

... pe termen mediu

Cadrul bazat pe doi piloni

Analiza economică

dintre elementele cheie ale analizei economice constă în efectuarea de exerciții periodice de proiecții aferente principalelor variabile macroeconomice din zona euro (a se vedea Caseta 1). Pentru a fi în măsură să adopte decizii corespunzătoare de politică monetară, Consiliul guvernatorilor trebuie să înțeleagă de manieră exhaustivă conjunctura economică și să aibă cunoștință de natura specifică și amploarea eventualelor turbulențe economice care amenință stabilitatea prețurilor.

Caseta 1

MODELAREA ECONOMIEI ZONEI EURO

Modelele economice reprezintă un instrument important utilizat de numeroase bănci centrale în analiza economică. Aceste modele sunt adesea descrise ca fiind „structurale” întrucât vizează identificarea principalilor factori determinanți care stau la originea deciziilor economice cu privire la consum, investiții etc. Modelele sunt validate în mod empiric sau, cu alte cuvinte, sunt „estimate”, comparând implicațiile pe care le au asupra anumitor variabile macroeconomice cu rezultatele consemnate în trecut. Odată estimate, modelele pot fi utilizate ca instrumentar de laborator pentru soluționarea diferitelor probleme economice. Astfel, acestea pot contribui la elaborarea prognozelor asupra condițiilor economice viitoare, la formularea unei interpretări cantitative a impactului exercitat de anumite evenimente economice (de exemplu, modificări la nivelul mecanismului de stabilire a salariilor sau al măsurilor fiscale) asupra economiei în ansamblu, precum și la evaluarea modului în care deciziile de politică economică influențează rezultatele economice.

Modelele macroeconomice utilizate de BCE au fost permanent perfecționate încă din prima parte a anului 1999. Primul model care descria economie zonei euro la nivel agregat a fost așa-numitul *area-wide model* (AWM)¹. Elaborarea acestui model a ridicat o serie de probleme specifice, date fiind noile condiții existente o dată cu crearea UEM. De exemplu, modelul a fost validat empiric pe baza datelor anterioare apariției Uniunii Monetare, deși era de așteptat ca UEM să aducă o schimbare în structura economiei zonei euro. În plus, institutele naționale de statistică nu furnizau în timp util informațiile necesare pentru calcularea datelor la nivelul întregii zone. Astfel, acestea erau obținute printr-un proces de agregare a datelor naționale, ceea ce presupunea uneori formularea unor ipoteze ad-hoc. În pofida acestor dificultăți, modelul AWM și-a demonstrat utilitatea ca instrument de analiză cantitativă a evoluțiilor macroeconomice din zona euro. Abordarea sa la nivel agregat a zonei euro a fost aplicată în marea majoritate a modelelor elaborate ulterior de BCE².

În decursul anilor, structura AWM a fost perfecționată din mai multe puncte de vedere. Totodată, evoluțiile la nivelul literaturii de specialitate au condus la revizuirea radicală a cerințelor fundamentale pe care trebuie să le îndeplinească un model economic. În acest sens, BCE a elaborat prototipul unei noi generații de modele economice, o generație care s-a dovedit ulterior utilă pentru numeroase bănci centrale: modelul Smets și Wouters al zonei euro³. Acest model se caracterizează printr-o serie de trăsături inovatoare. De exemplu, explică rezultatele agregate consemnate (cum ar fi ajustarea cu un anumit decalaj a prețurilor în funcție de evoluțiile exogene) pe baza comportamentului întreprinderilor și gospodăriilor populației, cu alte cuvinte pe baza unor fundamente microeconomice. Deciziile întreprinderilor și gospodăriilor populației au posibilitatea să reacționeze la modificările intervenite mai degrabă în perspectivele economice decât exclusiv la evoluțiile trecute. Deoarece acest model face obiectul unei estimări, ținând seama de toate informațiile relevante, este în măsură să concureze instrumentele pur statistice în privința prognozelor pe termen scurt.

1 A se vedea G. Fagan, J. Henry și R. Mestre, *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Economic Modelling 22, 2005, p. 39-59.

2 În paralel cu AWM, BCE a elaborat într-o primă fază un model multi-țări (*multi-country model* – MCM) în colaborare cu băncile centrale naționale. Structura MCM este foarte asemănătoare celei a AWM, diferența constând în faptul că relațiile economice sunt estimate la nivel național, nu la nivelul întregii zone. Astfel, acest model poate constitui o modalitate importantă de verificare a fiabilității rezultatelor obținute pe baza AWM.

3 A se vedea F. Smets și R. Wouters, *An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area*, Journal of the European Economic Association 1, 2003, p. 1123-1175.

Structura modelului Smets și Wouters a fost aprofundată recent prin modelul Christiano, Motto și Rostagno, care acordă o atenție deosebită rolului variabilelor monetare și financiare în structura economiei⁴. Acest model include un sector bancar explicit care asigură servicii de intermediere între împrumutați și împrumutători și generează un rol important al agregatelor monetare în economie. De asemenea, modelul integrează o transmisie endogenă a dobânzii de politică monetară asupra dobânzilor active percepute întreprinderilor, dobânzi care încorporează prima de risc aferentă intrării împrumutaților în incapacitate de plată.

În ultimul timp a fost elaborată o nouă versiune bazată pe fundamente microeconomice a modelului AWM (cunoscută ca NAWM), în scopul înlocuirii AWM ca principal instrument subiacent exercițiilor de proiecții macroeconomice⁵. În comparație cu modelele menționate anterior, NAWM cuprinde caracteristici de economie deschisă, pentru a putea integra în proiecții ipoteze cu privire la evoluțiile externe, printre altele. Acest model este potrivit îndeosebi pentru realizarea analizelor sub formă de scenarii și pentru evaluarea gradului de incertitudine a prognozelor. Versiunea NAWM utilizată pentru proiecții este completată de o versiune mai detaliată, însă calibrată, care abordează o gamă mai largă de aspecte de politică economică.

Modelele matematice ale economiei dețin un rol important ca instrumente de evaluare cantitativă a condițiilor economice și monetare actuale din zona euro. Totuși, toate aceste modele rămân extrem de stilizate pe anumite dimensiuni. Abordarea îmbunătățită a politicii fiscale și structura îmbogățită a pieței muncii constituie două dintre direcțiile de perfecționare a modelelor existente. În orice caz, simulările din modelele structurale nu reprezintă decât unul dintre numeroasele elemente luate în considerare de Consiliul guvernatorilor în evaluarea globală a perspectivelor privind evoluțiile prețurilor în zona euro.

4 A se vedea L. Christiano, R. Motto și M. Rostagno, *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis*, *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), decembrie 2003, și L. Christiano., R. Motto și M. Rostagno, *Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, în curs de apariție.

5 A se vedea K. Christoffel, G. Coenen și A. Warne, *The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties*, mimeo, iunie 2007, și G. Coenen, P. McAdam și R. Straub, *Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, în curs de apariție.

Analiza monetară caută să identifice riscurile la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. Evoluțiile monetare și ale creditului, precum și determinanții acestora, dețin un rol aparte în acest context, în condițiile în care expansiunea monetară și inflația sunt strâns legate pe termen lung (Graficul 1). Această legătură reflectă principiul economic fundamental conform căruia, pe termen lung, inflația este un fenomen monetar. Mai exact, atribuirea unui rol predominant monedei garantează orientarea pe termen mediu a politicii monetare a BCE. Graficul relevă legătura strânsă dintre componentele cu frecvență redusă ale inflației și expansiunea monetară, având în vedere că dinamica monetară precede evoluțiile inflației și poate astfel constitui un element predictiv în acest sens.

Analiza monetară se bazează pe un set larg de indicatori monetari, financiari și economici, utilizând o gamă diversificată de instrumente și tehnici complementare care – coroborate cu opiniile de specialitate – permit identificarea în timp real a tendinței evoluțiilor monetare și evaluarea implicațiilor în raport cu riscurile la adresa stabilității prețurilor. Ca dovadă a angajamentului față de analiza monetară în contextul strategiei sale, dar și pentru a stabili un etalon pentru evaluarea evoluțiilor monetare, BCE a anunțat o valoare de referință de 4,5% aferentă dinamicii anuale a agregatului monetar în sens larg M3 în luna decembrie 1998³. O perioadă prelungită de expansiune a acestui agregat peste valoarea de referință semnaleză prezența unor riscuri în sensul creșterii

3 Acest agregat cuprinde numerarul în circulație, depozitele overnight, depozitele cu scadența de maximum doi ani și depozitele rambursabile după notificare la cel mult trei luni, la care se adaugă tranzacțiile de răscumpărare, unități ale fondurilor de piață monetară, precum și instrumente de îndatorare cu scadența de cel mult doi ani.

Analiza monetară...

... se bazează pe un set larg de indicatori...

... și a evoluat de-a lungul timpului

la adresa stabilității prețurilor. Alegerea M3 a fost justificată prin legătura strânsă a acestui agregat monetar cu nivelul prețurilor. Totodată, s-a specificat clar încă de la început că politica monetară nu va reacționa în mod mecanic la deviațiile dinamicii M3 față de valoarea de referință.

Trebuie remarcat că instrumentele utilizate în identificarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor au evoluat și s-au perfecționat în timp, în contextul provocărilor cu care s-a confruntat analiza monetară, îndeosebi cea reprezentată de ritmul rapid al inovației financiare. Confruntat cu necesitatea permanentă de a-și îmbunătăți instrumentele de analiză în vederea identificării riscurilor la adresa stabilității prețurilor, Consiliul guvernatorilor a hotărât în anul 2007 să își perfecționeze analiza monetară pe patru direcții principale:

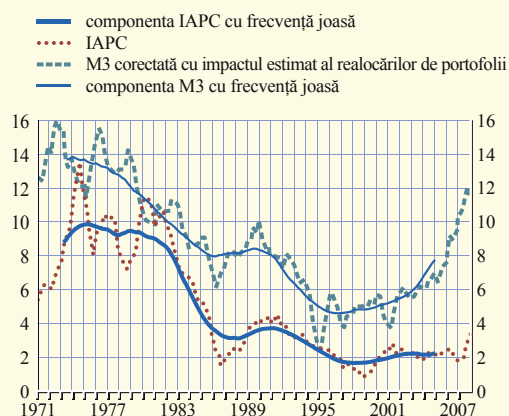
- rafinarea și extinderea modelelor de cerere de monedă pentru o mai bună înțelegere a comportamentului agregatelor monetare în timp și la nivel sectorial;
- fiabilitatea sporită a indicatorilor de riscuri inflaționiste bazate pe monedă, astfel încât aceștia să aibă o contribuție mai mare la orientarea deciziilor de politică monetară care vizează menținerea stabilității prețurilor;
- dezvoltarea și rafinarea modelelor structurale care integrează rolul activ al monedei și creditului în stabilirea dinamicii inflației, pentru a veni în sprijinul analizei evoluțiilor monetare;
- aprofundarea în continuare a cadrului analitic pentru a contribui la coroborarea informațiilor și analizelor provenite din cei doi piloni.

În ansamblu, cadrul bazat pe cei doi piloni consolidează caracterul robust al evaluării de politică monetară a Consiliului guvernatorilor, ținând seama atât de incertitudinea datelor, cât și de cea a modelelor. Mai precis, sunt exploatate toate complementaritățile dintre cei doi piloni, aceasta fiind metoda optimă de a asigura utilizarea consecventă și eficientă a tuturor informațiilor relevante pentru evaluarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor. Coroborarea periodică a rezultatelor analizei economice cu cele ale analizei monetare asigură o evaluare generală coerentă, care înglobează atât informațiile aferente orizonturilor pe termen scurt, cât și cele pe termen lung. Se reduce astfel riscul adoptării unor decizii eronate care ar putea fi generat de încrederea excesivă într-un singur indicator, model sau într-o singură prognoză. Graficul 2 sintetizează elementele cheie ale abordării bazate pe cei doi piloni și rolul acestora în orientarea politicii monetare.

După aproape 10 ani de experiență practică, strategia BCE a furnizat un cadru fiabil și robust pentru evaluarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor și pentru comunicarea eficientă a orientării de politică monetară către piețele financiare și publicul larg. O dovadă clară a caracterului

Grafic 1 Relația dintre IAPC și M3 în zona euro

(ritmuri anuale de creștere, componenta cu frecvență joasă corespunde unei periodicități > 10 ani)

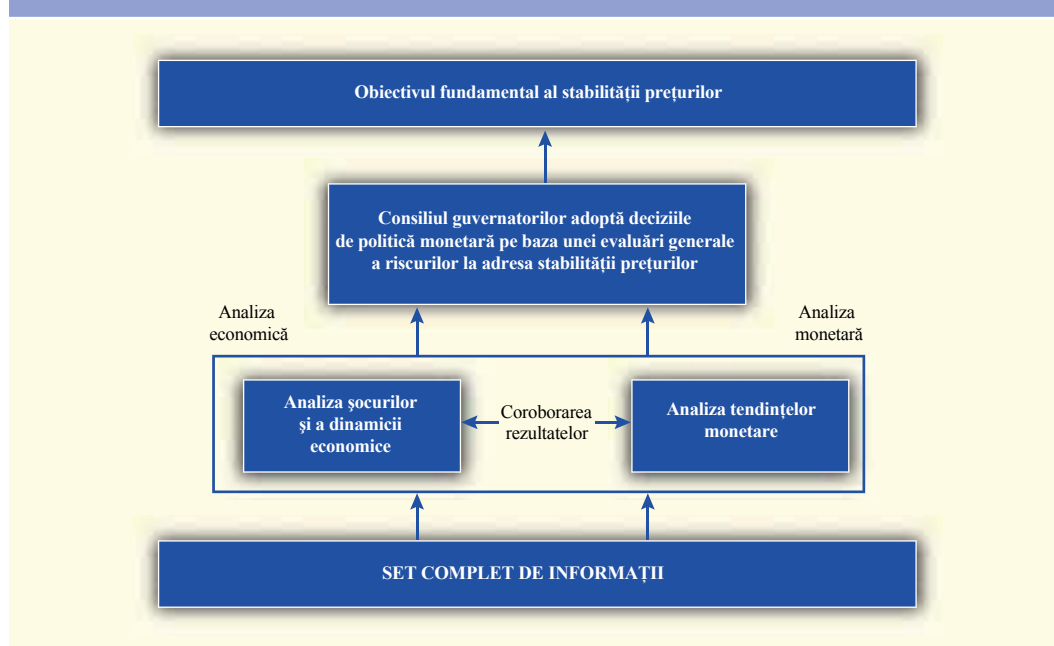


Notă: Componentele cu frecvență joasă sunt calculate prin aplicarea unui filtru Christiano-Fitzgerald band-pass simetric de lungime constantă la ritmurile de creștere trimestriale anualizate. Nivelul maxim al expansiunii monetare precede inflația cu 8-12 trimestre.

Coroborarea asigură consecvența

O abordare inovatoare și robustă

Grafic 2 Cei doi piloni ai strategiei de politică monetară a BCE



corespunzător al strategiei de politică monetară adoptate de BCE o constituie și faptul că nu a fost necesară modificarea elementelor sale cheie. În ultimii ani, o serie de elemente constitutive ale strategiei BCE au fost integrate în cadrele de politică monetară ale altor bănci centrale. Recunoscând necesitatea unui orizont de politică mai flexibil, BCN care au adoptat strategia de țintire directă a inflației au manifestat o preferință sporită pentru orientarea pe termen mediu.

Caracterul atotcuprinzător al cadrului bazat pe doi piloni devine, de asemenea, din ce în ce mai popular, dată fiind capacitatea sa de a integra într-un cadru unic totalitatea informațiilor relevante, fie conjuncturale, fie bazate pe modele sau pe judecăți de valoare. Totodată, pilonul său monetar explicit garantează orientarea pe termen mediu a strategiei de politică monetară adoptate de BCE și contribuie la îmbogățirea experienței BCE în domeniul monedei și creditului. Legătura strânsă dintre evoluțiile monetare și dezechilibrele în formare pe piața creditului și a activelor presupune că analiza monetară permite identificarea acestor dezechilibre într-o fază incipientă, facilitând astfel contracararea în timp util și de manieră anticipativă a riscurilor implicite la adresa stabilității prețurilor. Din acest punct de vedere, analiza monetară s-a dovedit un atu extrem de valoros în perioadele caracterizate prin tensiuni pe piețele financiare.

3.2. ORIENTAREA POLITICII MONETARE DIN ZONA EURO ȘI REZULTATELE OBȚINUTE DIN PERSPECTIVA STABILITĂȚII PREȚURILOR⁴

Această secțiune prezintă istoricul realizărilor politicii monetare unice de la data implementării acesteia în luna ianuarie 1999. Vom distinge cinci etape pentru a facilita analiza orientării politicii monetare unice (Graficul 3) în contextul situațiilor și provocărilor în permanentă schimbare.

ORIENTAREA POLITICII MONETARE

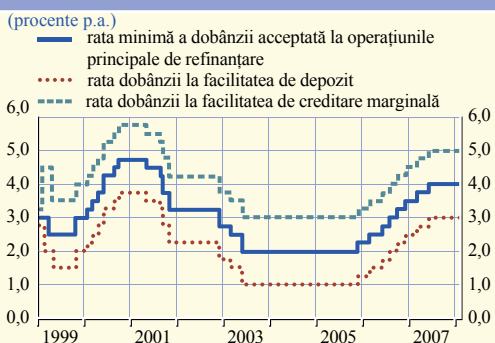
ETAPA I – TRANZIȚIA CĂTRE UNIUNEA MONETARĂ (DE LA MIJLOCUL ANULUI 1998 PÂNĂ LA MIJLOCUL ANULUI 1999)

Eurosistemul și-a asumat răspunderea pentru politica monetară unică într-o perioadă caracterizată prin rate ale inflației relativ scăzute în zona euro și perspective favorabile asupra evoluției prețurilor (Graficul 4). Totodată, activitatea economică și-a continuat expansiunea în contextul unor rate ale dobânzilor extrem de reduse (Graficele 5 și 6), menținându-se condițiile pentru o creștere susținută. Totuși, pe parcursul anului 1998, s-au resimțit efectele crizelor financiare din Asia (1997) și Rusia (august 1998), iar fondul de investiții LTCM a fost aproape de prăbușire în luna septembrie a aceluiași an, evoluții care au alimentat volatilitatea ridicată de pe piețele de capital și au antrenat fluctuații bruște ale nivelului de încredere al investitorilor. Ca urmare a acestor tensiuni prelungite pe piețele financiare, perspectivele privind creșterea economică în zona euro s-au confruntat cu un grad extrem de ridicat de incertitudine, ceea ce a condus nu numai la revizuirea în sens descendent a previziunilor aferente anului 1998 în ansamblu, ci și la proiecții de creștere mai lentă în anul 1999.

În decursul anului 1998, politica monetară a țărilor din zona euro a depășit treptat cadrul național, îndreptându-se spre o viziune de ansamblu a zonei euro. Pe fondul perspectivei favorabile privind stabilitatea prețurilor, procesul de convergență s-a realizat prin diminuarea progresivă a ratelor dobânzilor oficiale în direcția celor mai scăzute niveluri existente în ceea ce urma să devină zona euro. Acest proces de convergență s-a intensificat în ultimele luni ale anului 1998 și a culminat la data de 3 decembrie 1998, când toate BCN din zona euro și-au redus rata dobânzii de politică monetară într-un demers concertat (cu excepția Banca d'Italia, care și-a redus rata de scont la 3,5%).

4 Toate mențiunile privind creșterea PIB real și inflația IAPC se bazează pe datele revizuite disponibile la data limită aferentă acestui buletin, respectiv 31 martie 2008. Utilizarea datelor revizuite actualizate în detrimentul celor în timp real disponibile la momentul adoptării deciziilor de politică monetară nu modifică raționamentul care stă la baza deliberărilor și deciziilor de politică analizate în această secțiune.

Grafic 3 Ratele dobânzilor reprezentative ale BCE începând cu luna ianuarie 1999

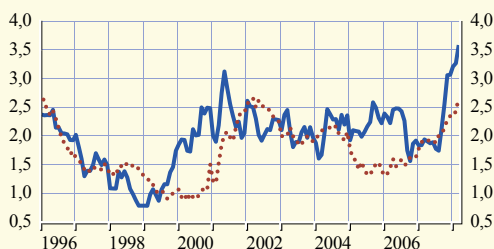


Notă: În cazul operațiunilor decontate anterior datei de 28 iunie 2000, rata dobânzii acceptată la operațiunile principale de refinanțare se referă la dobânda aplicabilă licitațiilor cu rată fixă a dobânzii. În cazul operațiunilor decontate ulterior acestei date, dobânda se referă la rata minimă a dobânzii aplicabilă licitațiilor cu rata dobânzii variabilă.

Grafic 4 IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale)

- IAPC
- IAPC, exclusiv alimentele neprocesate și energia

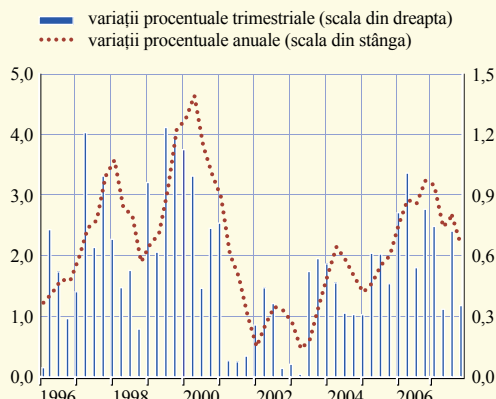


Perspectivile favorabile privind prețurile și cele incerte privind creșterea economică...

... au determinat relaxarea condițiilor monetare cu puțin înaintea instituirii UEM

Grafic 5 PIB real în zona euro

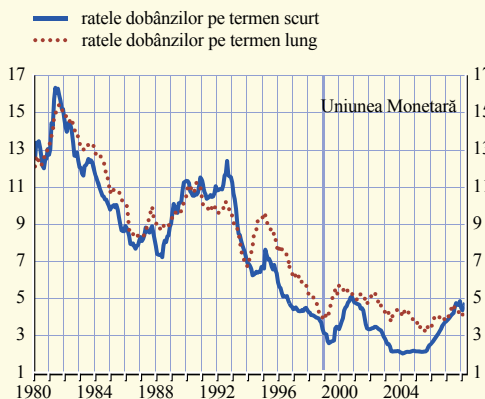
(variații procentuale)



Sursa: Eurostat și calcule BCE

Grafic 6 Ratele dobânzilor nominale pe termen scurt și pe termen lung în zona euro

(procente p. a.)



Sursa: BCN, date Global Financial, BRI, Reuters și BCE

Această mișcare coordonată asupra ratelor dobânzilor trebuia considerată ca o decizie *de facto* cu privire la ratele dobânzilor cu care Eurosistemul urma să intre în etapa a treia a UEM – constituind, ca atare, debutul *de facto* al Uniunii Monetare în Europa.

La începutul anului 1999, Consiliul guvernatorilor s-a confruntat cu o serie de semnale contradictorii decurgând din analiza economică și cea monetară. Pe de o parte, era din ce în ce mai clar că, în medie, riscurile la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu se situau în mare parte pe o pantă descendentă. Ratele inflației erau extrem de scăzute în raport cu standardele istorice și mult inferioare plafonului stabilit prin definiția BCE a stabilității prețurilor, în timp ce apăreau indicii referitoare la o decelerare economică semnificativă. Pe de altă parte, după un declin prelungit până la niveluri de sub 10 dolari pe baril la finele anului 1998 și începutul anului 1999, cotațiile petrolului s-au reînscris pe o pantă ascendentă la mijlocul lunii februarie 1999 (Graficul 7). În plus, în primele luni

Odată cu înscrierea pe o pantă descendentă a riscurilor la adresa stabilității prețurilor...

Grafic 7 Cotațiile țițeiului Brent

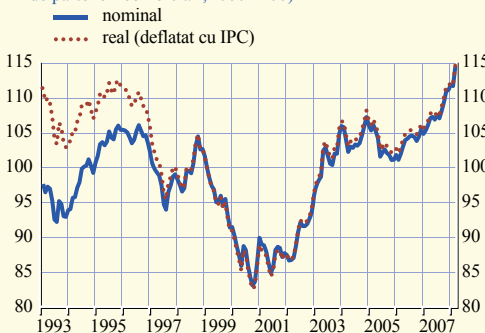
(USD/baril)



Sursa: FMI și BCE

Grafic 8 Cursul de schimb efectiv al euro în termeni nominali și reali

(date lunare; indice calculat în raport cu valutele principalilor 22 de parteneri comerciali; 1999=100)



Sursa: BCE

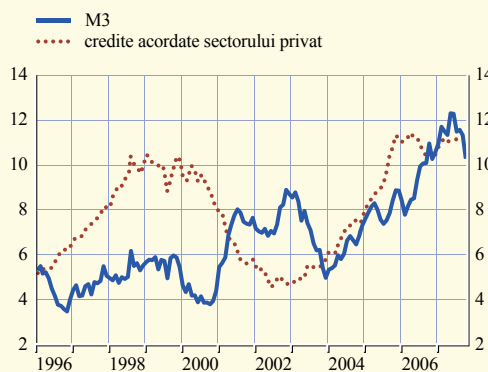
Notă: Ponderile utilizate în agregarea cursurilor de schimb „teoretice” ale euro anterioare anului 1999 se bazează pe proporția fiecărei țări din zona euro în totalul schimburilor din sectorul prelucrător al zonei euro comparativ cu țările neparticipante la zona euro (a se vedea Anexa II.6 din Studiul ocazional nr. 2/2002 al BCE).

ale anului 1999, euro s-a depreciat în termeni efectivivi (Graficul 8). Ambii factori dispuneau de potențialul necesar pentru a exercita presiuni în sensul creșterii prețurilor.

Ritmul de creștere a M3 a consemnat o intensificare, de la niveluri apropiate de valoarea de referință la valori cu mult peste 5%, în timp ce creditele acordate sectorului privat și-au menținut dinamica alertă la aproximativ 10% (Graficul 9). Cu toate acestea, date fiind deviația relativ moderată de la valoarea de referință și incertitudinile asociate analizei evoluțiilor monetare din perioada respectivă (în contextul modificărilor de ordin statistic impuse de trecerea la Uniunea Monetară), se considera că dinamica mai alertă a M3 nu reflectă neapărat ritmul expansiunii monetare. Ca urmare, Consiliul guvernatorilor nu a interpretat semnalele provenind din analiza monetară drept elemente care indicau riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung.

Grafic 9 M3 și creditele acordate sectorului privat

(ritmuri anuale de creștere)



Sursa: BCE

... BCE a redus ratele dobânzilor reprezentative în luna aprilie 1999

Analizând aceste evoluții în ansamblu, Consiliul guvernatorilor a redus rata fixă la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului cu 50 puncte de bază la 8 aprilie 1999, de la 3,0% la 2,5%. Diminuarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE a fost decisă ca măsură de precauție în vederea menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu și maximizării astfel a potențialului de creștere a economiei zonei euro.

ETAPA A II-A – MAJORAREA RATELOR DOBÂNZILOR PENTRU CONTRACARAREA PRESIUNILOR INFLAȚIONISTE (DE LA MIJLOCUL ANULUI 1999 PÂNĂ LA SFÂRȘITUL ANULUI 2000)

Presiunile sporite asupra prețurilor...

Majorările abrupte ale cotațiilor petrolului și creșterea generalizată a prețurilor de import în perioada analizată au continuat să exercite o presiune ascendentă asupra prețurilor pe termen scurt. Spre sfârșitul anului 2000, cotațiile petrolului și prețurile de import s-au majorat la niveluri record, care nu se mai înregistraseră de la începutul anilor '90. Întrucât aceste creșteri s-au dovedit mai însemnate și mai persistente decât se estimase inițial, riscurile unor efecte indirecte și secundare în sensul majorării prețurilor de consum prin mecanismul de stabilire a salariilor au sporit considerabil în contextul unei creșteri economice robuste. La aceste preocupări s-a adăugat și evoluția cursului de schimb al euro. Astfel, acesta și-a continuat tendința de depreciere în perioada analizată, tendință care s-a accentuat îndeosebi în al doilea semestru al anului 2000, când cursul a deviat și mai mult de la fundamentele solide ale zonei euro. În consecință, balanța riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu s-a înclinat în sens ascendent.

... coroborate cu o creștere economică rapidă...

Activitatea economică din zona euro a cunoscut o expansiune extrem de rapidă în prima parte a anului 2000, evoluție care părea să se prelungească ținând seama de condițiile externe favorabile. Această dinamică alertă a economiei mondiale din semestrul I 2000 a fost principalul factor generator de optimism în rândul investitorilor, în special în sectoarele „noii economii”. Sentimentul pozitiv s-a reflectat în creșterea abruptă a indicilor bursieri în toate economiile importante, inclusiv în zona euro, aceștia înregistrând un nivel record în prima jumătate a anului 2000.

...și cu o expansiune monetară prelungită...

În ceea ce privește analiza monetară, prelungirea expansiunii monetare peste valoarea de referință reprezenta un semnal tot mai clar cu privire la existența unor riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung pe parcursul anului 1999 și în prima parte a anului 2000. În pofida unei decelerări treptate în vara anului 2000, datele disponibile confirmau în continuare prezența riscurilor de natura presiunilor inflaționiste într-un mediu de creștere economică

încă robustă. În ansamblu, cu excepția primelor luni ale anului 1999, acest semnal corespundea în linii mari celui provenit din analiza economică.

Pe fondul intensificării presiunilor inflaționiste, a devenit evident faptul că nu mai erau de actualitate riscurile în sens descendent la adresa stabilității prețurilor, așa cum fuseseră identificate în luna aprilie 1999, când au fost reduse ratele dobânzilor reprezentative ale BCE. Întrucât atât analiza economică, cât și cea monetară ale BCE indicau existența riscurilor în sensul creșterii, Consiliul guvernatorilor a operat o serie de majorări succesive (totalizând 225 puncte de bază) ale ratelor dobânzilor reprezentative în intervalul noiembrie 1999 – octombrie 2000, astfel încât rata minimă a dobânzii acceptată la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului se situa la 4,75% în luna octombrie 2000.

ETAPA A III-A – MODIFICĂRI ÎN SENS DESCENDENT LA NIVELUL RATELOR DOBÂNZILOR REPREZENTATIVE ALE BCE (DIN PRIMA PARTE A ANULUI 2001 PÂNĂ LA MIJLOCUL ANULUI 2003)

Pe parcursul acestei perioade, Consiliul guvernatorilor a redus ratele dobânzilor reprezentative ale BCE cu 275 puncte de bază în total, rata minimă a dobânzii acceptată la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului coborând la nivelul record de 2% în luna iunie 2003, cel mai scăzut nivel al ratelor dobânzilor înregistrat în Europa în perioada postbelică. Această orientare era conformă cu obiectivul de menținere a ratelor inflației IAPC la un nivel inferior, dar apropiat, celui de 2% pe termen mediu. Prin adoptarea unei strategii de reducere a ratelor dobânzilor, Consiliul guvernatorilor a reacționat la diminuarea constantă a presiunilor inflaționiste, generate de înrăutățirea perspectivelor privind creșterea economică urmare a șocurilor majore care au afectat economia mondială și piețele financiare internaționale. Un loc aparte îl ocupă atacurile teroriste din Statele Unite de la 11 septembrie 2001, care au condus la sporirea gradului de incertitudine economică și subminarea încrederii, ceea ce ar fi putut nu numai să accelereze tendința descendentă deja vizibilă în activitatea economică, ci și să perturbe funcționarea piețelor financiare⁵.

În ceea ce privește evoluția prețurilor, inflația anuală măsurată prin IAPC a continuat să se majoreze în anul 2000 și în primul semestru al anului 2001, în pofida unei diminuări considerabile a cotațiilor petrolului și a aprecierii semnificative a cursului de schimb al euro în raport cu principalele monede. Întărirea monedei euro s-a produs pe fondul intervențiilor concertate ale băncilor centrale pe piața valutară în lunile septembrie și noiembrie 2000. După ce s-a situat la 2,0% în luna ianuarie 2001, dinamica anuală a inflației IAPC s-a accelerat până la un nivel record de 3,1% în luna mai 2001. Această intensificare de ritm s-a datorat în principal majorării substanțiale a prețurilor energiei și alimentelor neprocesate în urma epizootiilor înregistrate în mai multe țări din zona euro. Aceste creșteri de prețuri au antrenat riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu, evoluție relevantă și de proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului/BCE privind inflația IAPC, care au fost revizuite semnificativ în sens ascendent în acea perioadă.

Cu toate acestea, preocupările referitoare la efectele de runda a doua s-au disipat treptat, pe măsură ce perspectivele privind economia zonei euro continuau să se deterioreze, indicând astfel o relativă moderare a presiunilor inflaționiste pe partea cererii, dar și diminuarea riscurilor generate de salarii la adresa stabilității prețurilor. Spre sfârșitul anului 2001, presiunile pe termen scurt s-au atenuat, iar inflația anuală măsurată prin IAPC s-a redus. În ansamblu, aceasta din urmă s-a situat, în medie, la 2,3% și 2,2% în 2001 și respectiv 2002 față de 2,1% în anul 2000. Aceste evoluții au rămas practic neschimbate în semestrul I 2003, când inflația IAPC s-a menținut peste pragul de 2%. Totuși, era de așteptat ca presiunile inflaționiste să fie temperate de încetinirea ritmului de creștere a activității economice și de întărirea considerabilă a monedei euro începând cu primăvara anului 2002. Într-adevăr, în luna iunie 2003, existau semnale conform cărora inflația anuală măsurată prin IAPC

⁵ În acest context, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în data de 17 septembrie, să reducă cu 50 puncte de bază ratele dobânzilor reprezentative ale BCE. Decizia a fost coroborată cu o decizie similară a Federal Open Market Committee din cadrul Rezervelor Federale, într-un demers comun de a reacționa prompt la împrejurările excepționale aferente acestui șoc.

... au condus la majorarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE în intervalul noiembrie 1999-octombrie 2000

Ratele dobânzilor reprezentative ale BCE au fost reduse la niveluri record

Presiunile asupra prețurilor s-au atenuat...

...ca reacție la
temperarea creșterii...

va atinge niveluri net inferioare pragului de 2% pe termen mediu. Aceste evoluții de ansamblu s-au reflectat și în proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna iunie 2003, precum și în previziunile altor instituții internaționale elaborate în trimestrul II 2003.

Începând cu finele anului 2000 au existat o serie de semnale preliminare conform cărora majorarea cotațiilor petrolului ar fi putut contribui la o decelerare economică în zona euro, semnale care s-au confirmat în decursul anului 2001. În urma atacurilor teroriste de la 11 septembrie, era din ce în ce mai evident că această tendință de încetinire se va prelungi peste așteptările inițiale. Se consemna o persistență a declinului înregistrat de cererea externă, în timp ce revenirea cererii interne la niveluri normale urma probabil să fie întârziată de gradul ridicat de incertitudine existent după atentate. Totuși, deși la începutul anului 2002 s-a înregistrat un reviriment economic moderat în zona euro, ulterior creșterea economică a stagnat pe parcursul anului. Principalii determinanți ai acestei evoluții au fost reluarea turbulențelor de pe piețele financiare în timpul verii și accentuarea tensiunilor geopolitice în al doilea semestru al anului, cu efecte negative asupra cotațiilor petrolului și asupra nivelului de încredere.

În ansamblu, creșterea economică din zona euro a fost relativ redusă în anul 2002, nivelul PIB real majorându-se cu numai 0,9% în termeni anuali față de 1,9% în 2001, menținându-se astfel sub nivelul său potențial atât în 2001, cât și în 2002. Această evoluție nu s-a modificat radical în anul 2003, când creșterea PIB real a stagnat în primul semestru, pe fondul escaladării tensiunilor geopolitice în contextul situației din Irak și al incertitudinilor existente pe piețele financiare. În aceste condiții, riscurile la adresa perspectivelor de creștere s-au menținut în sens descendent.

... iar cererea de active
lichide a sporit în contextul
gradului ridicat de
incertitudine

Din perspectiva analizei monetare, expansiunea anuală a M3 s-a intensificat puternic începând de la mijlocul anului 2001, după relativa temperare consemnată în anul 2000 și în prima parte a anului 2001. Cu toate acestea, majorarea respectivă nu a fost interpretată ca presupunând riscuri la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung din mai multe motive. În primul rând, accelerarea dinamicii M3 a reflectat parțial nevoia sporită a agenților economici de încasări din tranzacții, astfel încât să poată ajusta nivelul acestor încasări în funcție de majorările anterioare ale prețurilor energiei și alimentelor. În al doilea rând, curba relativ plată a randamentelor din perioada respectivă și implicit costul scăzut de oportunitate al deținerii de monedă au sporit atractivitatea activelor monetare pe termen scurt, în detrimentul instrumentelor pe termen lung, cu grad mai mare de risc. În fine, dar nu în cele din urmă, incertitudinile asociate interpretării evoluțiilor monetare au fost accentuate de realocările semnificative de portofolii în rândul investitorilor privați, care s-au orientat către active monetare mai sigure și mai lichide incluse în M3 în detrimentul acțiunilor și altor active financiare pe termen lung. Investitorii au apelat la aceste realocări de portofolii ca reacție la persistența incertitudinilor în urma corecției de pe piețele internaționale începând cu primăvara anului 2000 și a atentatelor de la 11 septembrie 2001, în vederea unor economisiri preventive. Amploarea și cauzele acestor realocări de portofolii au fost fără precedent, motiv pentru care interpretarea lor a fost asociată cu un grad extrem de ridicat de incertitudine.

În ansamblu, Consiliul guvernatorilor a considerat aceste realocări de portofolii drept un fenomen temporar, deși posibil să se prelungească, care urma să se disipeze odată cu normalizarea condițiilor economice, financiare și geopolitice. Această evaluare se baza pe faptul că dinamica anuală a creditelor acordate sectorului privat, în special societăților nefinanciare, continua să se decelereze, în contextul unei activități economice relativ reduse. Astfel, semnalul relevant pentru politica monetară transmis de analiza monetară pe parcursul acestei etape a fost mai degrabă nuanțat. Pe de o parte, judecând după realocările de portofolii, expansiunea robustă a M3 nu a fost interpretată ca presupunând presiuni inflaționiste pe termen mediu și lung. Pe de altă parte, creșterea masei monetare corectată cu impactul estimat al realocărilor de portofolii s-a menținut la un nivel relativ susținut, ceea ce a implicat riscuri în sens ascendent aferente interpretării dinamicii monetare și astfel perspectivei evoluțiilor prețurilor pe termen mediu și lung. Acest mesaj a fost cu atât mai

important în anii 2002-2003, când se dezbătea în mod public apariția unor riscuri deflaționiste în zona euro⁶.

ETAPA A IV-A – NICIO MODIFICARE A RATELOR DOBÂNZILOR REPREZENTATIVE ALE BCE (DE LA MIJLOCUL ANULUI 2003 PÂNĂ LA SFÂRȘITUL ANULUI 2005)

Începând cu luna iunie 2003, Consiliul guvernatorilor a menținut ratele dobânzilor reprezentative ale BCE nemodificate timp de doi ani și jumătate, iar rata minimă a dobânzii acceptată la operațiunile principale de finanțare a rămas la cel mai scăzut nivel din perspectivă istorică, respectiv 2,0%.

Pe partea prețurilor, inflația IAPC în semestrul II 2003 a consemnat o diminuare de mai mică amploare și într-un ritm mai lent decât se prevăzuse anterior, în principal pe fondul evoluțiilor nefavorabile ale prețurilor alimentelor și majorării peste așteptări a cotațiilor petrolului, deși efectul acestei majorări a fost atenuat de aprecierea monedei euro. Un efect advers suplimentar asupra ratelor inflației a fost exercitat de creșterea impozitelor indirecte și a prețurilor administrate în ultima parte a anului 2003 și prima parte a anului 2004. În pofida majorărilor semnificative ale prețurilor energiei și materiilor prime și în contextul reluării creșterii economice, deși încă relativ modestă, presiunile inflaționiste interne au rămas la un nivel redus pe tot parcursul anului 2004 și în cea mai mare parte a anului 2005. Deși creșterea salariilor s-a temperat în perioada analizată, inflația s-a menținut la un nivel relativ ridicat în anul 2005, în principal pe fondul scumpirii considerabile a energiei și, în mai mică măsură, al majorării prețurilor administrate și impozitelor indirecte. În ansamblu, inflația anuală măsurată prin IAPC s-a situat la 2,2% în anul 2005, ușor superioară nivelului de 2,1% înregistrat în cei doi ani anteriori. În decursul anului 2005, analiza economică a relevat o accentuare a riscurilor în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor, îndeosebi din perspectiva eventualelor efecte secundare exercitate de majorarea cotațiilor petrolului asupra mecanismului de stabilire a salariilor și a prețurilor.

Activitatea economică a consemnat o evoluție favorabilă în ansamblu în semestrul II 2003, în condițiile în care exporturile zonei euro au crescut considerabil pe fondul redinamizării economiei mondiale. Deși cererea internă s-a menținut la un nivel scăzut în a doua jumătate a anului 2003, erau evidente semnalele de reviriment, având în vedere în special dobânzile reduse și condițiile în general favorabile de finanțare. Totodată, modificările operate la nivelul sectorului corporativ, menite să sporească productivitatea și rentabilitatea acestui sector, sprijineau ipoteza unei reveniri treptate a investițiilor de afaceri. Toate prognozele și proiecțiile disponibile elaborate în semestrul II 2003, inclusiv proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în luna decembrie, indicau o intensificare constantă a dinamicii PIB real în intervalul 2004-2005.

Început în a doua jumătate a anului 2003, revirimentul activității economice din zona euro a continuat în anii 2004 și 2005. Astfel, ritmul trimestrial de creștere a PIB real a fost, în medie, de 0,5% în semestrul I 2004, cea mai ridicată rată de creștere consemnată din prima jumătate a anului 2000. Dinamica PIB real a înregistrat apoi o relativă moderare în semestrul II 2004 și semestrul I 2005, datorată parțial majorării cotațiilor petrolului, unei decelerări temporare a creșterii economice mondiale, precum și transmiterii cu un oarecare decalaj a efectelor aprecierii anterioare a euro. Cu toate acestea, s-a considerat că se mențin condițiile unei activități economice robuste, în pofida unor riscuri în sensul temperării asociate încrederii scăzute a consumatorilor, cotațiilor ridicate și volatilitățile ale petrolului și dezechilibrelor globale. Pe plan extern, expansiunea economiei mondiale s-a menținut puternică, venind astfel în sprijinul exporturilor zonei euro. Pe plan intern, investițiile au fost stimulate de condițiile de finanțare extrem de favorabile, de profiturile corporative robuste precum și de restructurările operate. Conform așteptărilor, expansiunea consumului privat urma să fie susținută de majorarea anticipată a venitului disponibil real în contextul creșterii gradului de ocupare a forței de muncă și al scăderii inflației. Ritmul de creștere a activității economice din zona euro s-a reaccelerat în semestrul II 2005.

⁶ În acest context, este important de remarcat că realocările de portofolii consemnate în această perioadă pot fi interpretate și ca un semnal de încredere în caracterul solid al sectorului bancar european, anulând astfel preocupările legate de apariția unei eventuale deflații financiare în zona euro.

Menținerea nemodificată a ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE timp de doi ani și jumătate

Presiuni limitate ale prețurilor interne

Reviriment economic în desfășurare

Dinamica monetară s-a temperat în anul 2003 și în prima parte a anului 2004...

... iar ulterior s-a accelerat începând de la mijlocul anului 2004

Renunțarea la orientarea acomodativă a politicii monetare

Rata inflației s-a intensificat...

Din perspectiva analizei monetare, incertitudinile financiare și economice au început să se diminueze, coroborate cu o normalizare a realocărilor de portofolii, în principal pe fondul evoluțiilor din Irak până la mijlocul anului 2003. În consecință, dinamica anuală a M3 s-a moderat în intervalul cuprins între mijlocul anului 2003 și mijlocul anului 2004, pe măsura inversării realocărilor anterioare de portofolii către active monetare. Totuși, conform unei interpretări simetrice a impactului acestor realocări asupra semnalului aferent deciziilor în materie de evoluții monetare, nu s-a considerat că această temperare a expansiunii M3 ar presupune atenuarea presiunilor inflaționiste pe termen mediu și lung. Dimpotrivă, această evoluție a fost privită ca o confirmare din perspectivă monetară a opiniei conform căreia nivelul de incertitudine și de aversiune la risc se reîncadrau treptat în standardele istorice. De fapt, seria M3 corectată cu impactul estimat al realocărilor de portofolii și-a continuat trendul ascendent într-un ritm susținut și ușor mai accelerat pe tot parcursul perioadei analizate, lăsând impresia că ritmul expansiunii monetare nu se reflectă în dinamica mult mai lentă a masei monetare în sens larg. În plus, rata anuală de creștere a împrumuturilor acordate sectorului privat s-a intensificat în semestrul II 2003.

Analiza monetară a confirmat persistența unei inversări a realocărilor de portofolii pe parcursul anului 2004, deși într-un ritm mai lent decât cel estimat pe baza modelelor istorice privind renunțarea la deținerile de lichiditate acumulată. Cu toate acestea, dinamica anuală a M3 s-a intensificat începând cu mijlocul anului 2004. Dinamica monetară s-a accelerat și mai mult în anul 2005, fiind interpretată ca indicând riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. Evoluția alertă a monedei și a creditului începând cu mijlocul anului 2004 nu a reflectat realocările de portofolii din intervalul 2001-2003, ci mai degrabă efectul stimulat al nivelului foarte scăzut al ratelor dobânzilor din zona euro în perioada analizată și, ulterior, redinamizarea economiei zonei euro. Expansiunea monetară robustă a continuat să alimenteze nivelul deja amplu al lichidității din zona euro, semnalând astfel accentuarea riscurilor în sens ascendent la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung.

ETAPA A V-A – RENUNȚAREA LA ORIENTAREA ACOMODATIVĂ A POLITICII MONETARE (ÎNCEPÂND DE LA FINELE ANULUI 2005)

Consiliul guvernatorilor a majorat ratele dobânzilor reprezentative ale BCE cu un total de 200 puncte de bază începând de la sfârșitul anului 2005, astfel încât rata minimă a dobânzii acceptată la operațiunile principale de refinanțare ale Eurosistemului se situa la 4% la finele lunii iunie 2007. Această modificare în orientarea acomodativă a politicii monetare era necesară în contextul combaterii riscurilor la adresa stabilității prețurilor, riscuri identificate atât de analiza economică, cât și de cea monetară. Totuși, trebuie menționat că analiza monetară a avut un rol însemnat în luna decembrie 2005, când Consiliul guvernatorilor a început să majoreze progresiv ratele dobânzilor reprezentative ale BCE. În acea perioadă, analiza monetară indica în mod clar prezența unor riscuri în sens ascendent la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung, în timp ce semnalele provenind din analiza economică erau mai degrabă contrastante. În ansamblu, renunțarea treptată la orientarea acomodativă a politicii monetare a intervenit pe fondul unei creșteri economice solide și al persistenței expansiunii robuste a agregatelor monetare și creditului în zona euro.

În ceea ce privește prețurile, inflația anuală medie măsurată prin IAPC s-a situat la 2,2% în anul 2006 și 2,1% în anul 2007, alimentată în principal de cererea internă. Rata inflației a cunoscut fluctuații însemnate în ambii ani pe fondul evoluțiilor la nivelul cotațiilor petrolului. În anul 2006, rata inflației s-a înscris pe o traiectorie ascendentă până în luna august, determinată în principal de scumpirea semnificativă a energiei. Ulterior, rata anuală a inflației a scăzut sub 2% pe parcursul anului, ca o consecință a diminuării considerabile a cotațiilor petrolului și a manifestării unor efecte de bază. Până în trimestrul III 2007, ratele anuale ale inflației au evoluat conform definiției BCE a stabilității prețurilor, parțial datorită unor efecte de bază favorabile generate de evoluțiile din anul anterior la nivelul prețurilor energiei.

În schimb, spre sfârșitul anului 2007 și în prima parte a anului 2008, rata anuală a inflației a consemnat o creștere abruptă, atingând niveluri sensibil superioare pragului de 2%, în principal pe fondul scumpirii considerabile a alimentelor și petrolului pe piețele internaționale în semestrul II 2007. Presiunile puternice pe termen scurt în sensul creșterii prețurilor s-au accentuat îndeosebi începând cu trimestrul IV 2007.

Făcând abstracție de aceste șocuri asupra prețurilor, evoluțiile salariale s-au menținut relativ moderate, iar anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și lung au rămas ancorate la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor pe tot parcursul acestei etape, în pofida mediului economic favorabil și tensiunilor de pe piața muncii. Deși aceste evoluții au contribuit la atenuarea presiunilor inflaționiste, riscurile la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu au rămas clar orientate în sens ascendent. Aceste riscuri erau legate de perspectiva unor majorări suplimentare ale prețurilor petrolului și produselor agricole (în special în ultima parte a anului 2006 și în anul 2007), de creșterea în continuare peste previziuni a prețurilor administrate și a impozitelor indirecte, precum și de posibilitatea consolidării poziției firmelor în procesul de stabilire a prețurilor, în special în sectoarele ferite de concurență. Posibila dinamică salarială peste așteptări și îndeosebi manifestarea unor efecte secundare aferente mecanismului de stabilire a prețurilor și salariilor ca urmare a scumpirii materiilor prime și a ratelor ridicate ale inflației au constituit riscuri substanțiale în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor.

Expansiunea economică s-a accelerat în semestrul I 2006 și s-a generalizat treptat, devenind endogenă, în principal pe fondul cererii interne. În ansamblu, în pofida impactului exercitat de volatilitatea și nivelul ridicat al cotațiilor petrolului, PIB real s-a majorat cu 2,8% în anul 2006 față de 1,6% în 2005 și 2,1% în 2004. În anul 2007, activitatea economică și-a continuat expansiunea într-un ritm alert. Astfel, nivelul PIB real a crescut cu 2,7%, fiind alimentat în principal de cererea internă. Și dinamica investițiilor s-a menținut alertă grație condițiilor favorabile de finanțare, rentabilității corporative ridicate și îmbunătățirii constante a eficienței capitalului în urma restructurărilor operate în sectorul corporativ pe o perioadă îndelungată. Cu toate acestea, perspectivele privind creșterea economică au fost afectate de un grad extrem de ridicat de incertitudine în a doua jumătate a anului 2007. Aceste incertitudini au fost generate de dificultatea stabilirii impactului potențial asupra economiei reale exercitat de turbulențele financiare declanșate în luna august. Totuși, fundamentele economice ale zonei euro s-au menținut solide, după cum reiese din rentabilitatea corporativă robustă, din creșterea alertă a gradului de ocupare a forței de muncă, precum și din diminuarea ratei șomajului la un nivel record pentru ultimii 25 de ani, respectiv 7,4%. Balanța riscurilor la adresa perspectivelor de creștere s-a înclinat în sens descendent.

... în timp ce creșterea economică s-a menținut robustă...

Coroborarea analizei economice cu cea monetară a confirmat prezența unor riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. Dinamica agregatelor monetare și a creditului s-a menținut extrem de alertă pe tot parcursul acestei etape, pe fondul persistenței unei creșteri puternice a creditelor bancare acordate sectorului privat. Dintr-o perspectivă pe termen mediu, creșterea robustă a monedei și a creditului a reflectat o continuare a trendului ascendent prelungit pe care s-a înscris ritmul expansiunii monetare încă de la mijlocul anului 2004. Astfel, această dinamică a contribuit la sporirea acumulărilor de lichiditate care, în contextul persistenței expansiunii alerte a agregatelor monetare și a creditului, indicau existența unor riscuri în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor a continuat să acorde o atenție deosebită evoluțiilor monetare, inclusiv pentru o mai bună înțelegere a reacției pe termen scurt a instituțiilor financiare și agenților economici la tensiunile de pe piețele financiare în semestrul II 2007. Până în prezent nu există suficiente dovezi care să releve faptul că aceste turbulențe ar fi afectat serios ritmul de ansamblu al expansiunii monedei și creditului.

... iar expansiunea monetară extrem de alertă

PERFORMANȚELE POLITICII MONETARE A BCE ÎN PRIVINȚA STABILITĂȚII PREȚURILOR

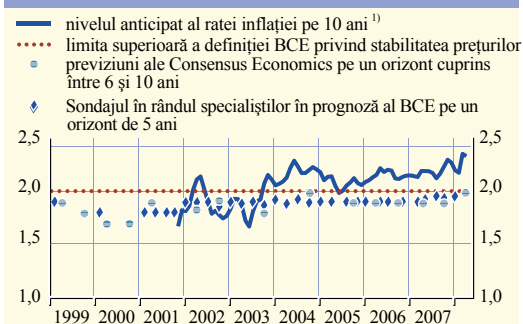
De aproape un deceniu, euro s-a afirmat puternic ca o monedă stabilă și în prezent este apreciată nu numai de 320 milioane de locuitori din țările participante la zona euro, dar și – în mare măsură – acceptată și utilizată pe piețele financiare internaționale (a se vedea Capitolul 5). Prețurile au înregistrat niveluri relativ stabile, rata medie anuală a inflației măsurată prin IAPC fiind, de la momentul adoptării euro, ușor superioară valorii de 2%, cu mult sub mediile anuale consemnate de majoritatea țărilor participante la zona euro în deceniile anterioare instituirii Uniunii Monetare (a se vedea Capitolul 4). În aceeași ordine de idei, volatilitatea inflației s-a redus sensibil în zona euro comparativ cu situația din perioadele precedente.

Euro - o monedă stabilă

Ancorare durabilă
a anticipațiilor
inflaționiste...

De asemenea, BCE a reușit ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mai îndelungat, în concordanță cu definiția stabilității prețurilor (Graficul 10). Aceasta a fost reflectată de măsurile anticipațiilor inflaționiste, derivate din randamentele aferente obligațiunilor indexate cu rata inflației și din rezultatele sondajelor (previziunile realizate de Consensus Economics și Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză al BCE). Ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste ale sectorului privat pe orizonturi mai îndelungate reflectă funcționarea lipsită de tensiuni a politicii monetare a BCE și capacitatea acesteia de a asigura, într-o manieră credibilă, stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Stabilitatea anticipațiilor inflaționiste a fost remarcabilă, fenomen cu atât mai evident în condițiile traversării unor perioade marcate de ample șocuri adverse în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor, cu precădere escaladarea relativ persistentă a prețului petrolului (de la aproximativ 10 USD pe baril în anul 1999 la circa 120 USD pe baril în anul 2008), creșterile substanțiale ale prețurilor alimentelor pe piețele internaționale și, în zona euro, majorările aproape continue ale impozitelor indirecte și ale principalelor prețuri administrate în majoritatea țărilor din zona euro.

Grafic 10 Anticipațiile inflaționiste pe termen lung



Sursa: Consensus Economics și BCE

1) Nivelurile anticipate ale ratei inflației extrase din obligațiunile guvernamentale indexate cu rata inflației surprind îndeosebi anticipațiile inflaționiste ale participanților pe piață și primele de risc aferente.

... prin orientarea pe
termen mediu...

În concluzie, Consiliul guvernatorilor BCE – pe baza analizelor economice și monetare periodice, efectuate în contextul strategiei de politică monetară pe termen mediu – și-a îndeplinit obiectivul, în conformitate cu mandatul încredințat potrivit Tratatului, respectiv asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu în întreaga zonă euro.

Prin evitarea efectuării de ajustări frecvente ale orientării adoptate, politica monetară a BCE nu a devenit o sursă de incertitudine într-un context economic deja incert, contribuind la stabilizarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și lung la un nivel compatibil cu stabilitatea prețurilor.

TRANSPARENȚA, RESPONSABILITATEA ȘI COMUNICAREA

... și comunicare clară

Pentru consolidarea eficienței politicii monetare, BCE a acordat încă de la început o importanță deosebită comunicării către publicul larg a acțiunilor sale de politică monetară, precum și a rațiunilor economice care stau la baza deciziilor sale, într-o manieră transparentă și în timp util, contribuind la ancorarea anticipațiilor inflaționiste, chiar și în perioadele în care acestea relevau o tendință de amplificare.

În ansamblu, comunicarea și adoptarea unor decizii clare au făcut ca publicul să înțeleagă mai bine deciziile de politică monetară ale BCE, în contextul strategiei anunțate în mod public. În aceeași ordine de idei, această practică a permis piețelor financiare să înțeleagă mai bine tipul de reacție sistematică a politicii monetare a BCE la evoluțiile și șocurile economice și, implicit, să anticipeze cu mai multă certitudine orientarea politicii monetare pe termen mediu, contribuind la sporirea credibilității măsurilor de politică monetară adoptate.

Un grad mai ridicat de
transparență conferă
politicii monetare un
plus de eficiență...

În perioada actuală, transparența reprezintă un element important al activității moderne a unei bănci centrale, având în vedere faptul că aceasta contribuie la sporirea credibilității și eficienței politicii monetare sub multiple aspecte. În primul rând, transparența conferită obiectivelor politicii monetare

și modalității în care banca centrală acționează pentru realizarea acestor obiective contribuie la demersul BCE de sporire a credibilității, permițând consolidarea capacității de orientare a anticipațiilor inflaționiste pe termen lung și, implicit, exercitarea unei influențe asupra comportamentului de stabilire a prețurilor și salariilor, într-o manieră compatibilă cu stabilitatea prețurilor. Cu alte cuvinte, o politică monetară credibilă poate garanta faptul că efectele directe și inevitabile datorate scumpirilor (de exemplu, majorarea prețului petrolului) nu vor genera materializarea unor efecte secundare asupra salariilor și prețurilor, de natură să alimenteze rata inflației.

Totodată, transparența referitoare la strategia de politică monetară a băncii centrale și la evaluarea situației economice conduce la ameliorarea capacității participanților pe piețele financiare de a anticipa traiectoria viitoare a politicii monetare, care la rândul ei va contribui la reducerea gradului de volatilitate pe piețele financiare și va spori influența băncii centrale asupra ratelor dobânzilor pe termen lung. În cele din urmă, angajamentul ferm asumat față de transparență impune autodisciplină la nivelul decidenților de politică monetară, ceea ce va garanta că deciziile adoptate și explicațiile furnizate sunt compatibile și în concordanță cu mandatul încredințat.

... de predictibilitate și ...

Capacitatea piețelor financiare de a anticipa măsurile de politică monetară s-a amplificat în general pe parcursul ultimului deceniu⁷. Această evoluție pledează în favoarea opiniei conform căreia abordarea transparentă a politicii monetare, adoptată de o serie de bănci centrale, a consolidat capacitatea de înțelegere de către piețe a acestei politici. Stabilizarea anticipațiilor inflaționiste pe termen lung la un nivel fără precedent în țările zonei euro sugerează că și transparența a avut un aport la ancorarea acestora.

Banca centrală trebuie să facă față unui compromis între capacitatea de înțelegere a mesajului și claritatea comunicării, în măsura în care nu va putea niciodată să ofere o prezentare complet exhaustivă a tuturor elementelor și aspectelor relevante pentru procesul decizional și, în același timp, să transmită un mesaj clar. De asemenea, transparența implică mai mult decât o simplă furnizare de informații, întrucât aceasta nu presupune o mai bună înțelegere a politicii monetare. Informațiile trebuie transmise publicului în mod eficient în scopul de a consolida eficiența generală a politicii monetare. Pe cale de consecință, pentru maximizarea transparenței, băncile centrale trebuie să dispună de o strategie de comunicare eficientă. Comunicarea băncii centrale ar trebui să vizeze ca informațiile relevante pentru înțelegerea de către public a politicii monetare să fie diseminate în timp util și în mod deschis, dar în același timp clar și fără echivoc, ținând seama de diversele climate și categorii de public, de la publicul larg la participanții pe piețele financiare.

Elementele principale ale strategiei de politică monetară consolidează transparența și responsabilitatea față de publicul larg. Definiția cantitativă a stabilității prețurilor referitoare la creșterea anuală a IAPC oferă un reper clar care permite publicului responsabilizarea BCE, contribuind totodată la ancorarea anticipațiilor pieței. Abordarea prin intermediul a doi piloni instituie un cadru clar al procesului decizional intern și al comunicării externe. În cele din urmă, BCE comunică publicului larg informația din partea Consiliului guvernatorilor și explică în amănunt raționamentul economic care a stat la baza adoptării deciziilor de politică monetară.

... îi consolidează
responsabilitatea

De asemenea, comunicarea trebuie să reflecte și faptul că politica monetară este implementată într-un mediu complex, incert și aflat într-o permanentă transformare. Comunicarea externă a strategiei de politică monetară se axează pe reflectarea cu acuratețe a acestui aspect. Ținând seama de efectele diverselor șocuri neprevăzute care pot afecta economia și de decalajul mai îndelungat sau mai redus cu care acțiunile de politică monetară sunt receptate de prețuri, este dificil de anticipat momentul exact și uneori chiar cursul imprimat ratelor dobânzilor ca urmare a deciziei adoptate. Prin anunțarea în mod public a strategiei de politică monetară și comunicarea evaluării periodice a evoluțiilor economice într-o manieră transparentă, BCE a atins un grad ridicat de predictibilitate, sporind eficiența politicii monetare (a se vedea Caseta 2).

⁷ Pentru o trecere în revistă a literaturii empirice cu privire la predictibilitatea politicii monetare, a se vedea T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch și J. Turunen, *The predictability of monetary policy*, Studiul ocazional nr. 83/2008 al BCE.

În contextul tendinței generale către transparență și către o comunicare mai detaliată a băncilor centrale, elementele principale ale strategiei de comunicare a BCE, cu precădere declarațiile introductive ale conferinței de presă lunare, care explică deciziile de politică monetară aproape în timp real, au imprimat o orientare mai accentuată către furnizarea informațiilor în timp real.

Caseta 2

PRINCIPALELE INSTRUMENTE ȘI CANALE DE COMUNICARE UTILIZATE DE BCE

Declarația introductivă reprezintă chintesența conferinței de presă lunare, susținută de președintele și vicepreședintele BCE imediat după prima ședință a Consiliului guvernatorilor din luna respectivă. Cu această ocazie, președintele prezintă declarația introductivă în numele Consiliului guvernatorilor. Aceasta oferă o sinteză cuprinzătoare, aproape în timp real, a evaluării evoluțiilor economice și monetare relevante pentru procesul decizional, precum și orientarea politicii monetare, fiind structurată în spiritul strategiei de politică monetară a BCE. Conferința de presă lunară include o sesiune de întrebări și răspunsuri, la care participă reprezentanți ai diverselor mijloace de informare din statele zonei euro și din alte țări, fiind considerată o platformă prin intermediul căreia sunt explicate publicului, în timp util și de o manieră uniformă, deciziile de politică monetară. Prin urmare, conferința de presă reprezintă un mijloc eficient și totodată oportun de prezentare și explicare a discuțiilor purtate la nivelul Consiliului guvernatorilor și implicit a procesului decizional în domeniul politicii monetare.

Pe lângă conferința de presă lunară, Buletinul lunar constituie un alt canal de comunicare important utilizat de către BCE. Această publicație furnizează publicului larg și piețelor financiare o analiză detaliată și aprofundată a mediului economic și a evoluțiilor monetare. În general, Buletinul lunar este publicat la o săptămână după desfășurarea ședinței Consiliului guvernatorilor și conține informațiile de care dispunea acest organ la momentul adoptării deciziilor de politică monetară. De asemenea, publicația cuprinde articole care oferă o viziune asupra evoluțiilor pe termen lung, tratează subiecte de interes general sau prezintă instrumentele analitice utilizate de Eurosistem în cadrul strategiei de politică monetară.

În plus, președintele BCE se prezintă de patru ori pe an în fața Comisiei economice și monetare a Parlamentului European. În cadrul acestor întâlniri, președintele oferă explicații privind deciziile de politică monetară ale BCE și apoi răspunde întrebărilor formulate de membrii Comisiei. Ședințele Comisiei sunt publice, iar stenogramele audierilor președintelui BCE sunt ulterior publicate atât pe website-ul Parlamentului European, cât și pe cel al BCE. În fața Comisiei menționate se prezintă și alți membri ai Comitetului executiv al BCE.

Membrii Consiliului guvernatorilor BCE își asumă un număr mare de angajamente publice pentru a se adresa unor diverse categorii de public. Discursurile membrilor Consiliului guvernatorilor și ai Comitetului executiv, precum și interviurile acordate de membrii Consiliului guvernatorilor, reprezintă, pentru publicul larg, instrumente importante de explicare a opiniilor BCE.

3.3 IMPLEMENTAREA POLITICII MONETARE

Ratele dobânzilor pe termen scurt ale pieței monetare dețin un rol important în transmisia politicii monetare. Prin orientarea acestor rate ale dobânzilor, politica monetară exercită o influență semnificativă asupra ratelor dobânzilor de pe această piață și, prin diverse canale, asupra cheltuielilor ce urmează a fi efectuate de agenții economici, asupra evoluțiilor monetare și, în ultimă instanță, asupra nivelului general al prețurilor. Această secțiune explică modalitatea în care BCE implementează deciziile de politică monetară prin orientarea ratelor dobânzilor pe scadențele foarte scurte ale pieței monetare și evidențiază principalele provocări cu care s-a confruntat Eurosistemul în procesul de implementare a deciziilor de politică monetară după adoptarea euro.

DISOCIEREA MANAGEMENTULUI LICHIDITĂȚII DE POLITICA MONETARĂ

Pentru a înțelege managementul lichidității practicat de BCE, trebuie făcută distincția între stabilirea orientării politicii monetare și implementarea efectivă a acesteia. După cum se arată în Secțiunea 3.1, strategia de politică monetară oferă cadrul necesar pentru informațiile economice importante pe baza cărora sunt adoptate deciziile de politică monetară. Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor ia decizii referitoare la nivelul principalelor rate ale dobânzilor BCE în vederea realizării obiectivului de stabilitate a prețurilor. Apoi, Comitetul executiv al BCE răspunde de implementarea deciziilor de politică monetară. Acestea sunt aplicate prin orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară către nivelul ratelor dobânzilor hotărât de Consiliul guvernatorilor. Stabilirea ratelor dobânzilor de referință ale BCE și comunicările aferente dețin neîndoiește rolul principal în orientarea participanților pe piață. Totuși, acest demers nu este suficient pentru plasarea ratelor dobânzilor pe termen scurt la niveluri compatibile cu rata dobânzii-cheie a BCE. De fapt, orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt se realizează și prin managementul lichidității efectuat de Eurosistem cu aportul cadrului său operațional.

Stabilirea ratelor dobânzilor de referință ale BCE

Cadrul operațional cuprinde instrumentele și procedurile cu ajutorul cărora Eurosistemul transpune în practică deciziile de politică monetară, respectiv mijloacele cu care se efectuează orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară. O altă modalitate de influențare a ratelor dobânzilor pe piața monetară este faptul că, în ansamblu, sistemul bancar al zonei euro are nevoie de lichidități și, prin urmare, se bazează pe operațiunile de refinanțare ale Eurosistemului. În aceste condiții, Eurosistemul furnizează băncilor lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață, demers care presupune gestionarea volumului de lichiditate disponibil în cadrul sectorului bancar al zonei euro cu scopul de a echilibra condițiile lichidității și de a plasa ratele dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară la niveluri cât mai apropiate de cele ale ratelor dobânzilor hotărâte de Consiliul guvernatorilor.

Managementul lichidității

În concluzie, Eurosistemul face distincția clară între, pe de-o parte, decizia de politică monetară a Consiliului guvernatorilor BCE și, pe de altă parte, implementarea acestei decizii cu ajutorul instrumentelor de politică monetară. Disocierea netă între decizia asupra orientării politicii monetare și implementarea acesteia reduce riscul ca agenții economici să perceapă în mod eronat volatilitatea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară – decurgând din fluctuațiile temporare și neprevăzute la nivelul cererii și ofertei de lichiditate – drept un semnal referitor la politica monetară a Eurosistemului. Această disociere a deținut un rol deosebit de important în perioada marcată de turbulențele de pe piețele financiare începând cu luna august 2007, când ratele dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară au manifestat temporar un nivel ridicat de volatilitate.

Descrierea orientării politicii monetare de implementare a acesteia

CADRUL OPERAȚIONAL DE IMPLEMENTARE A POLITICII MONETARE

Cadrul operațional al Eurosistemului pentru implementarea politicii monetare se bazează pe principiile enunțate în Tratatul de instituire a Comunității Europene. Articolul 105 din Tratat

Principiile care reglementează cadrul operațional

menționează că, în vederea îndeplinirii obiectivelor stabilite, Eurosistemul „(...) acționează în conformitate cu principiul unei economii de piață deschise și în sistem concurențial, care favorizează alocarea eficientă a resurselor (...)”.

În vederea reglementării cadrului operațional, au fost elaborate și alte „principii directoare“, cel mai important fiind eficiența operațională, care poate fi definit drept capacitatea acestui cadru de a transmite deciziile de politică monetară cât mai rapid și mai exact posibil către ratele dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară. Alte principii importante sunt necesitatea de a asigura un tratament egal pentru bănci și armonizarea regulilor și procedurilor în zona euro. Un alt principiu se referă la descentralizarea procesului de implementare a politicii monetare, operațiunile de politică monetară fiind în mod obișnuit aplicate prin intermediul BCN. În cele din urmă, cadrul operațional trebuie să țină seama de principiile referitoare la simplitate, transparență, siguranță și eficiență din punct de vedere al costurilor.

Trei instrumente pentru orientarea ratelor dobânzilor

Pentru orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară către nivelul ratelor dobânzilor stabilit de Consiliul guvernatorilor, BCE și Eurosistemul utilizează trei instrumente: (1) rezervele minime obligatorii (RMO), (2) operațiunile de piață și (3) facilitățile permanente. Acestea influențează volumul de lichiditate disponibil în cadrul sectorului bancar al zonei euro, care la rândul său are efecte asupra nivelului ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară⁸. În acest context, Eurosistemul furnizează lichiditate și – prin intermediul cadrului său operațional – permite instituțiilor de credit acoperirea necesarului de lichiditate în mod fluent și sistematizat.

Necesarul de lichiditate al băncilor și RMO

(1) Băncile au nevoie de un anumit volum de lichiditate pentru acoperirea necesarului de lichiditate generat de așa-numiții „factori autonomi ai lichidității”, ce includ pozițiile bilanțiere ale Eurosistemului care nu sunt legate de instrumentele de politică monetară⁹. Cel mai important factor autonom este reprezentat de bancnotele în circulație. În plus, instituțiile de credit necesită lichiditate pentru constituirea RMO. Într-adevăr, băncile trebuie să dețină RMO în conturile Eurosistemului. Aceste rezerve generează cererea structurală de lichiditate din partea sectorului bancar al zonei euro, nivelul acestora fiind stabilit în funcție de bilanțul fiecărei instituții de credit. În prezent, aproximativ 6 000 de bănci fac obiectul constituirii RMO. Necesarul total de lichiditate al sectorului bancar din zona euro se situează, în medie, la circa 450 miliarde EUR. Nivelul mediu zilnic al RMO reprezintă în perioada actuală aproximativ jumătate din valoarea totală menționată.

Funcția principală a RMO este stabilizarea ratelor dobânzilor pe piața monetară. RMO trebuie îndeplinite, în medie, pe parcursul perioadei de constituire, respectiv intervalul pentru care se calculează nivelul rezervelor care trebuie constituite de către bănci. Această perioadă începe de obicei în ziua de marți următoare ședinței Consiliului guvernatorilor care are programată evaluarea orientării politicii monetare. Mecanismul de calculare a mediei prevede că deținerea de rezerve într-o anumită zi a perioadei de constituire reprezintă – în principiu – un substitut aproximativ pentru deținerea de rezerve în orice zi a perioadei de constituire, respectiv sunt permise fluctuații zilnice ale nivelurilor rezervelor, acestea fiind uniformizate. RMO nu antrenează costuri la nivelul sectorului bancar, întrucât acestea sunt remunerate de Eurosistem la o rată a dobânzii medii marginale aferente operațiunii principale de finanțare din perioada de constituire.

8 Pentru o prezentare completă a cadrului de politică monetară a Eurosistemului, a se vedea publicația BCE *The implementation of the monetary policy in the euro area*, cu modificările din luna septembrie 2007.

9 A se vedea și articolele intitulate *The liquidity management of the ECB* și *The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves* din Buletinul lunar, mai 2002 și respectiv ianuarie 2008.

Tabel 1 Operațiunile de piață și facilitățile permanente ale Eurosistemului

Operațiuni de politică monetară	Categoriile de tranzacții		Scadență	Frecvență
	Furnizare de lichiditate	Absorbție de lichiditate		
Operațiuni de piață				
Operațiuni principale de refinanțare	tranzacții reversibile	-	o săptămână	săptămânală
Operațiuni de refinanțare pe termen mai lung	tranzacții reversibile	-	trei luni	lunară
Operațiuni de reglaj fin	tranzacții reversibile	atragera de depozite la termen	nestandardizată	periodică
Facilități permanente				
Facilitatea de creditare marginală	tranzacții reversibile	-	<i>overnight</i>	acces la discreția contrapartidelor
Facilitatea de depozit		depozite	<i>overnight</i>	acces la discreția contrapartidelor

(2) Operațiunile de piață dețin rolul cel mai important în gestionarea condițiilor de lichiditate ale sectorului bancar din zona euro și în orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară. Acestea se realizează descentralizat, respectiv BCE coordonează operațiunile, dar tranzacțiile sunt derulate practic la nivelul BCN.

Furnizarea de lichiditate către Eurosistem și operațiunile de piață

Eurosistemul desfășoară trei categorii de operațiuni, respectiv: (i) operațiunile principale de refinanțare – OPR, (ii) operațiunile de refinanțare pe termen mai lung – ORTL – și (iii) operațiunile de reglaj fin – ORF (a se vedea Tabelul 1).

Prin intermediul OPR și ORTL, Eurosistemul creditează băncile. Creditele sunt întotdeauna acordate pe o perioadă scurtă și prestabilă, în schimbul garanțiilor, pentru protejarea Eurosistemului de riscul financiar (a se vedea Caseta 3). Prin intermediul operațiunilor de piață, Eurosistemul acordă sectorului bancar al zonei euro credite cu o valoare medie zilnică de aproximativ 450 miliarde EUR. Valoarea operațiunilor Eurosistemului este mult superioară celor derulate de alte bănci centrale principale.

OPR și ORTL sunt operațiuni periodice. OPR sunt efectuate săptămânal, sub forma unor licitații cu o rată a dobânzii minimă acceptată variabilă, pe bază de oferte, având scadența la o săptămână. În cadrul acestor licitații, băncile pot depune oferte cu mai multe rate ale dobânzii, la un nivel egal sau superior ratei dobânzii minime acceptate anunțate în prealabil. Ofertele cu cele mai ridicate rate ale dobânzii sunt satisfăcute cu prioritate, după care urmează celelalte oferte, în ordine descrescătoare, până la epuizarea volumului de lichiditate care face obiectul alocațiilor. Rata dobânzii la care volumul de lichiditate este epuizat reprezintă rata dobânzii marginale și, la acest nivel, ofertele sunt alocate în regim proporțional. ORTL se desfășoară sub forma unor licitații lunare cu o rată a dobânzii minimă acceptată variabilă, având scadența la trei luni. Spre deosebire de OPR, volumul de lichiditate furnizat prin intermediul ORTL este stabilit în prealabil. În cazul acestor operațiuni, Eurosistemul acceptă ratele dobânzilor licitate de bănci. La OPR și ORTL pot participa numeroase bănci – aproximativ 1 700 –, un număr relativ ridicat, chiar și prin comparație cu cadrul operațional al altor bănci centrale principale.

ORF nu constituie un instrument cu frecvență periodică în ceea ce privește furnizarea sau absorbția de lichiditate, aceste operațiuni fiind efectuate în funcție de necesități. Pentru a permite derularea flexibilă și rapidă a ORF, scadența și frecvența acestora nu sunt standardizate, dar pot fi adaptate oricărei situații. Ținând seama de faptul că aceste cereri de ofertă trebuie executate rapid (în general în decursul a 90 minute de la anunțarea operațiunii), numai un număr limitat de bănci pot participa la aceste operațiuni (în prezent, aproximativ 130). ORF vizează atenuarea efectelor asupra ratelor dobânzilor produse de fluctuațiile neprevăzute ale lichidității la nivelul sectorului bancar.

(3) De asemenea, Eurosistemul pune la dispoziția băncilor două facilități permanente, respectiv facilitatea de creditare marginală și facilitatea de depozit (Tabelul 1). Acestea alcătuiesc un coridor (de obicei, de ± 100 puncte de bază) în jurul ratei dobânzii minime acceptate, limitând astfel volatilitatea ratei dobânzii *overnight* (respectiv rata dobânzii pe termen scurt de pe piața monetară). Rata dobânzii asociată facilității de creditare marginală reprezintă limita superioară a coridorului, iar instituțiile de credit utilizează această facilitate pentru a obține lichiditate *overnight* în schimbul unor garanții constând în active eligibile. Rata dobânzii asociată facilității de depozit reprezintă limita inferioară a coridorului, această facilitate putând fi apelată de către bănci pentru a constitui depozite *overnight* la Eurosistem.

APLICAREA POLITICII MONETARE DUPĂ ADOPTAREA EURO

De la adoptarea euro, cadrul operațional și-a dovedit utilitatea în implementarea politicii monetare de către Eurosistem prin îndeplinirea principalului obiectiv operațional al acestuia, respectiv plasarea

Caseta 3

CADRUL DE GARANTARE AL EUROSISTEMULUI

În concordanță cu practicile instituite de băncile centrale din întreaga lume, toate operațiunile de furnizare a lichidității de către Eurosistem trebuie efectuate pe baza unui volum corespunzător de garanții pentru protejarea Eurosistemului împotriva riscului pierderilor financiare. În același timp, cadrul de garantare trebuie să asigure garanții suficiente pentru un număr ridicat de bănci, astfel încât Eurosistemul să poată furniza volumul necesar de lichiditate. În acest scop, Eurosistemul acceptă o gamă largă de active pentru a fi constituite drept garanții¹. Acest element al cadrului de garantare al Eurosistemului a beneficiat în ultima vreme de o largă recunoaștere, fiind unul dintre factorii de stabilizare ai volatilității datorate recentelor turbulențe de pe piețele financiare. Acesta a permis băncilor să dispună de un volum suficient de garanții pentru efectuarea operațiunilor de piață ale Eurosistemului. Caseta oferă o prezentare succintă a cadrului de garantare al Eurosistemului și a principalelor perfecționări care au avut loc în ultimii 9 ani și jumătate.

În anul 1998 a fost adoptat un „cadru de garantare pe două paliere“ pentru a se asigura tranziția fără sincope către Uniunea Monetară. „Cadru de garantare pe două paliere“ prevede că activele eligibile sunt structurate în două categorii, respectiv pe două paliere, având în vedere structurile financiare diferite ale statelor membre la începutul UEM. Activele din prima categorie constau în instrumente de îndatorare tranzacționabile care îndeplinesc criteriile de eligibilitate stabilite pentru zona euro, în timp ce activele din cea de-a doua categorie sunt cele care prezintă importanță pentru anumite piețe financiare și sisteme bancare naționale și care îndeplinesc numai criteriile de eligibilitate stabilite pe plan intern. În principiu, toate activele ar putea fi utilizate pe baze transfrontaliere în zona euro. Acest cadru a fost deosebit de util pentru Eurosistem și s-a dovedit flexibil și față de majorările substanțiale temporare la nivelul cererii de garanții în perioadele tensionate ale piețelor (de exemplu, la trecerea în anul 2000).

Cu toate acestea, cadrul de garantare pe două paliere a prezentat și unele inconveniente. De exemplu, faptul că unele categorii de active nu erau eligibile decât în unele țări a fost apreciat drept un element ce ar fi putut compromite regimul de tratament egal în zona euro, care constituie un principiu important al cadrului de politică monetară al Eurosistemului. Din acest motiv, dar și ca urmare a două consultații publice – în iunie 2003 și în mai 2004 –, Eurosistemul a hotărât stabilirea unui cadru de garantare unic (cunoscut și sub denumirea de „listă unică“), comun tuturor operațiunilor de furnizare a lichidității

¹ A se vedea Capitolul 6 din publicația BCE cu titlul *The implementation of monetary policy in the euro area*, modificat în septembrie 2007, care tratează în detaliu criteriile de eligibilitate și măsurile de control al riscului pentru activele eligibile utilizate în cadrul operațiunilor de creditare ale Eurosistemului.

efectuate de către Eurosistem. Această listă, destinată îmbunătățirii în continuare a eficienței cadrului de garantare, a fost implementată în două etape. Într-o primă etapă, finalizată în luna mai 2005, au fost aduse o serie de modificări criteriilor privind activele tranzacționabile². În cursul celei de-a doua etape, în luna ianuarie 2007, activele netranzacționabile și în special creanțele aferente creditelor (respectiv creditele bancare) au fost incluse în lista unică de active eligibile, valabilă pentru toate țările membre ale zonei euro. Totuși, din cauza unor amânări de natură tehnică, implementarea unui regim unic pentru creanțele aferente creditelor nu va avea loc înainte de luna ianuarie 2012³.

Acceptarea unei game variate de active pentru constituirea de garanții în favoarea operațiunilor de creditare ale Eurosistemului semnifică faptul că nu este posibilă aplicarea unor criterii de eligibilitate uniforme unor categorii de active diferite; sunt aplicate, prin urmare, două seturi de criterii de eligibilitate și măsuri de control al riscurilor⁴ asociate activelor tranzacționabile, respectiv celor netranzacționabile. Cu toate acestea, ambele seturi de criterii asigură Eurosistemului un nivel comparabil de protecție împotriva riscului de înregistrare a unor pierderi, întrucât numai activele cu un grad de siguranță ridicat sunt acceptate drept garanții. Criteriile de eligibilitate aplicabile activelor tranzacționabile au rămas suficient de generale și, pe cale de consecință, cadrul de garantare a putut fi adaptat inovațiilor și evoluțiilor pieței. Pe măsură ce piețele financiare evoluează, criteriile de eligibilitate și măsurile de control asupra riscurilor vor continua să facă obiectul perfecționărilor.

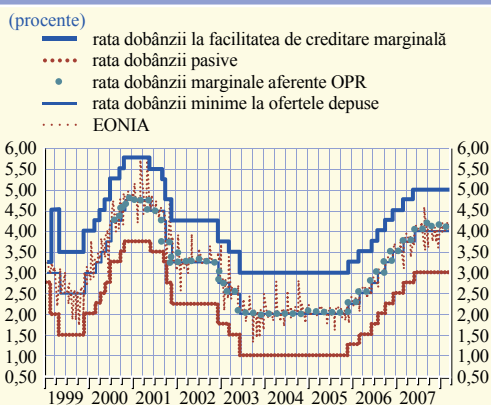
În anul 2007, valoarea medie a garanțiilor eligibile a sporit cu 73% față de anul 1999, de la 5 500 miliarde EUR până la 9 500 miliarde EUR. Analiza structurii garanțiilor relevă că datoria administrațiilor publice a reprezentat 49% din valoarea totală, iar restul a cuprins garanții negociabile constând în obligațiuni garantate și negarantate emise de instituțiile de credit (reprezentând 12% și, respectiv, 17% din total), obligațiuni emise de societățile nefinanciare (9%), titluri garantate cu active (8%) și alte titluri, cum sunt cele emise de organizațiile suprastatale (4%). În anul 2007, aproximativ 12% din valoarea totală a activelor eligibile (1 100 miliarde EUR) au fost depuse drept garanție în favoarea Eurosistemului. Structura activelor comune este diferită de cea a piețelor de titluri de creanță din zona euro, datorită faptului că băncile tind să mobilizeze garanții cu un grad mai scăzut de lichiditate în cadrul operațiunilor de refinanțare ale Eurosistemului. Volumul mediu de creanțe aferente creditelor a reprezentat 10% din valoarea totală a garanțiilor constituite în anul 2007. Cu toate acestea, potențialul acestei surse suplimentare de garanții nu a putut fi valorificat pe deplin, datorită extinderii treptate a gamei de creanțe aferente creditelor a căror bonitate a putut fi evaluată. Utilizarea transfrontalieră a garanțiilor, care permite unei contrapartide dintr-o țară aflată în zona euro să utilizeze garanții care provin dintr-un alt stat membru al zonei euro, ilustrează progresele înregistrate la nivelul integrării financiare. În anul 2007, 51% din valoarea totală a garanțiilor au fost utilizate pentru efectuarea de operațiuni transfrontaliere, față de 12% în anul 1999.

² Aceste modificări se referă la: (i) eliminarea acțiunilor din categoria activelor eligibile, (ii) definirea piețelor nereglementate care sunt acceptate de Eurosistem din punct de vedere al gestionării garanțiilor, (iii) perfecționarea criteriului referitor la instrumentele de îndatorare emise de instituțiile de credit și (iv) introducerea instrumentelor de îndatorare exprimate în euro și emise de instituțiile situate în țările membre ale G10 care nu fac parte din Spațiul Economic European.

³ Este necesară o amânare de durată pentru elaborarea sistemelor operaționale și a procedurilor de evaluare și mobilizare a creanțelor aferente creditelor, datorită faptului că acestea sunt diferite față de instrumentele negociabile sub multiple aspecte importante. Creanțele aferente creditelor nu sunt standardizate și nici nu beneficiază de o documentație uniformă din cauza diversității acestora, de obicei nu le sunt atribuite calificative de credit de către agențiile de rating sau de către sursele externe de informații cu privire la prețurile acestor active, pot face obiectul unor interdicții de natură juridică în privința cesionării în favoarea altor părți, iar faptul că un anumit credit încă mai există nu este ușor de verificat. În anul 2006, Eurosistemul a creat cadrul de evaluare a creditului (ECAFE) pentru a permite surselor de evaluare a creditului, altele decât agențiile de rating, să trateze categoriile de active recent incluse în lista unică.

⁴ Măsurile de control asupra riscului se aplică activelor utilizate în cadrul operațiunilor de refinanțare ale Eurosistemului în vederea protejării de riscul înregistrării unor pierderi financiare în situația în care acestea trebuie valorificate ca rezultat al intrării unei bănci în incapacitate de plată. Eurosistemul a stabilit un prag minim al calității creditului pentru toate categoriile de emitenți și de active care corespund evaluării de credit single A (calificativul de referință al Eurosistemului pentru activele cu un grad înalt de siguranță). Pentru detalii suplimentare, a se vedea publicația BCE citată la nota de subsol 1 a acestei casete.

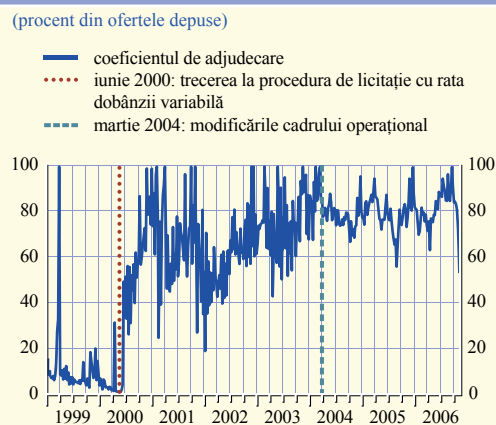
Grafic 11 Principalele rate ale dobânzilor BCE și EONIA începând cu luna ianuarie 1999



Sursa: BCE

Notă: Rata dobânzii aferente OPR se referă, pentru operațiunile decontate înainte de 28 iunie 2000, la cea aplicată licitațiilor cu o rată a dobânzii fixă. Pentru operațiunile decontate ulterior acestei date, rata dobânzii este rata dobânzii minime la ofertele depuse în cadrul licitațiilor cu rata dobânzii variabilă.

Grafic 12 Evoluția coeficientului de adjudecare (ianuarie 1999-noiembrie 2006)



Sursa: BCE

ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt de pe piața monetară în apropierea ratei dobânzii minime acceptate aferente OPR (stabilită de Consiliul guvernatorilor). Cadrul operațional s-a dovedit a fi robust și flexibil totodată, chiar și în situațiile excepționale care s-au manifestat la trecerea în anul 2000, în contextul atentatelor teroriste din 11 septembrie 2001 și al recentelor turbulențe de pe piețele financiare din perioada 2007-2008. Eurosistemul nu a trebuit să recurgă, în niciuna dintre aceste situații, la măsuri excepționale care nu erau prevăzute de cadrul său operațional.

Graficul 11 prezintă evoluția ratei dobânzii de pe piața interbancară *overnight* (EONIA)¹⁰, care s-a menținut în general în apropierea ratei dobânzii minime acceptate. Graficul indică și faptul că ratele dobânzilor aferente facilităților permanente au alcătuit un coridor în interiorul căruia s-a situat EONIA. Fluctuațiile reprezentate în grafic reflectă în mare parte condițiile temporare, mai restrictive sau mai relaxate, ale lichidității pe piața monetară. Eficiența cadrului de politică monetară al Eurosistemului a constituit, într-o anumită măsură, un exemplu de urmat de către celelalte bănci centrale pentru stabilirea unui coridor pentru ratele dobânzilor.

Perfecționări ale cadrului operațional

Perfecționările adoptate după anul 1999 au fost, cu siguranță, esențiale pentru funcționarea fără tensiuni a cadrului operațional de politică monetară. În ultimii 9 ani și jumătate au avut loc trei perfecționări ale acestui cadru.

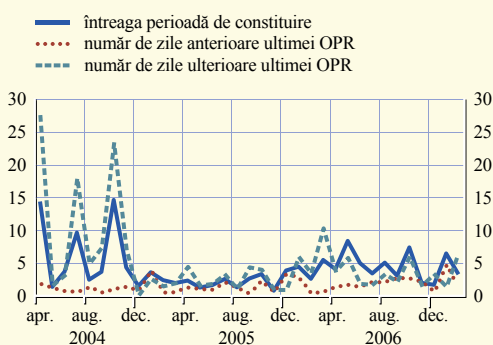
Trecerea la licitațiile cu rată a dobânzii variabilă

În primul rând, în luna iunie 2000 a fost adoptată procedura de licitație cu o rată a dobânzii minimă acceptată variabilă, pe bază de oferte, care a înlocuit licitațiile cu rate fixe de dobândă utilizate la înființarea Uniunii Monetare. Această măsură nu a constituit în sine o modificare a cadrului operațional, întrucât acesta permite apelul la licitații atât cu rate fixe de dobândă, cât și cu rate de dobândă variabile. Procedura de licitație cu rate de dobândă variabile a fost adoptată ca reacție la fenomenul de supraofertare (*overbidding*) de către bănci în cadrul operațiunilor Eurosistemului. Acest fenomen, care s-a acutizat pe parcursul semestrului I 2000, se referă la situația în care băncile depun oferte ridicate și în continuă creștere în cadrul OPR, iar raportul dintre volumul de lichiditate disponibil și cel oferit se restrânge până la un nivel foarte scăzut (Graficul 12). Fenomenul se manifestă în perioadele în care băncile anticipează majorarea ratelor dobânzilor de referință ale BCE

¹⁰ EONIA reprezintă media ratei dobânzii la operațiunile *overnight* în euro și este o măsură a ratei dobânzii efective de pe piața interbancară *overnight* în euro.

Grafic 13 Deviația standard zilnică a EONIA în perioada de constituire (aprilie 2004-ianuarie 2007)

(puncte de bază)



Sursa: BCE

pe parcursul perioadei de constituire respective. În așteptarea unei majorări a ratelor dobânzilor, rata dobânzii de pe piața interbancară *overnight* crește până la nivelul anticipat, depășind rata fixă a dobânzii practicate în cadrul OPR¹¹. Astfel, băncile ar fi foarte interesate de obținerea de fonduri prin intermediul OPR, ceea ce explică fenomenul de supraofertare.

La data de 8 iunie 2000, Consiliul guvernatorilor BCE a decis trecerea de la licitațiile cu rate fixe de dobândă pe bază de oferte la licitații cu o rată a dobânzii variabilă începând cu OPR decontată la data de 28 iunie. Consiliul guvernatorilor a mai hotărât stabilirea unei rate a dobânzii minime acceptată pentru aceste operațiuni în vederea transmiterii unui semnal cu privire la orientarea politicii monetare. Rata dobânzii

minimă acceptată urma să dețină același rol ca și rata dobânzii practicate în cadrul licitațiilor cu rată fixă a dobânzii. Noua procedură de licitație a oferit o soluție imediată pentru problema reprezentată de supraofertare.

În al doilea rând, trecerea la licitațiile cu rate variabile ale dobânzii nu a protejat Eurosistemul de așa-numita subofertare (*underbidding*) de către bănci. Acest fenomen se referă la situația în care valoarea totală a ofertelor depuse de bănci este inferioară valorii de alocare. În acest caz, băncile se confruntă cu riscul unui deficit de lichiditate la finele perioadei de constituire și astfel trebuie să apeleze la facilitatea de creditare marginală, plasând rata dobânzii de pe piața interbancară *overnight* pe un trend ascendent. Începând cu anul 2001, într-un context marcat de anticipații privind reducerea ratelor dobânzilor de referință ale BCE, fenomenul de subofertare s-a manifestat de opt ori. Astfel, în așteptarea unei reduceri a ratelor dobânzilor pe durata perioadei de constituire în derulare, rata dobânzii de pe piața interbancară *overnight* se diminuează până la nivelul anticipat, devenind inferioară ratei dobânzii minime acceptate. În aceste condiții, băncile ar fi mai puțin interesate de obținerea de fonduri prin intermediul OPR.

Pentru evitarea situațiilor în care anticipațiile privind modificarea ratelor dobânzilor de referință ale BCE ar afecta procesul de depunere a ofertelor de către bănci pe parcursul perioadei de constituire aflate în derulare, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în luna ianuarie 2003, să efectueze două modificări la nivelul cadrului operațional, care au intrat în vigoare în luna martie 2004. Prima se referă la schimbarea momentului de început al perioadelor de constituire a RMO, astfel că acestea debutează întotdeauna după ședința Consiliului guvernatorilor care ia în discuție evaluarea lunară a orientării de politică monetară. Modificările operate la nivelul ratelor dobânzilor aferente facilităților permanente au loc odată cu începutul noii perioade de constituire a RMO. Cea de-a doua modificare vizează scadența OPR, care a fost redusă de la două săptămâni la o săptămână, astfel că OPR nu se mai suprapune cu două perioade de constituire. Ambele modificări au fost implementate fără tensiuni, iar băncile și-au adaptat rapid comportamentul de ofertare.

În cele din urmă, ca o consecință a alinierii calendarului aferent perioadelor de constituire cu programul ședințelor Consiliului guvernatorilor, durata medie dintre ultima OPR din cadrul perioadei de constituire a RMO și ultima zi a acesteia s-a extins la șase zile lucrătoare. Anterior lunii martie 2004, aceasta varia între o zi și șase zile, ceea ce a condus la apariția sporadică a unor deficite semnificative de lichiditate către sfârșitul perioadelor de constituire și, implicit, a alimentat

Modificările structurale
din luna martie 2004

Operațiunile de reglaj
fin au fost mai frecvente
câte sfârșitul perioadei
de constituire a RMO

¹¹ În cadrul unei licitații cu rată a dobânzii fixă, BCE anunță în prealabil rata dobânzii, iar băncile depun oferte cu sumele pe care intenționează să le tranzacționeze la o rată a dobânzii fixă, după care ofertele sunt alocate proporțional.

volatilitatea ratelor dobânzilor pe piața interbancară overnight. Ca reacție la acest fenomen, începând cu luna octombrie 2004, BCE a adoptat mai frecvent măsuri de contracarare a acestor deficite semnificative de lichiditate manifestate la finele perioadei de constituire, efectuând în acest sens o operațiune de reglaj fin în ultima zi a acestui interval. BCE a reușit astfel reducerea volatilității ratelor dobânzilor observată uneori în ultima săptămână a perioadei de constituire (Graficul 13).

Perioada recentă marcată de volatilitatea piețelor financiare, care a început în luna august 2007, când criza de pe piața creditelor ipotecare din SUA a avut repercusiuni și asupra pieței monetare din zona euro, a reprezentat cea mai importantă provocare de până în prezent la adresa cadrului operațional al Eurosistemului. În acest interval, cadrul operațional și-a dovedit în continuare utilitatea, fiind conservată și capacitatea acestuia de a orienta rata dobânzii pe piața interbancară *overnight* (Graficul 11).

În vederea plasării ratei dobânzii *overnight* în apropierea ratei dobânzii minime acceptate, BCE a apelat la patru categorii de măsuri cu privire la turbulențele de pe piețele financiare¹².

În primul rând, momentul furnizării de lichiditate în decursul unei perioade de constituire a fost modificat prin recurgerea atât la OPR, cât și la ORF. Anterior declanșării crizei, BCE obișnuia să furnizeze lichiditate în mod fluent pe parcursul perioadei de constituire, dar după debutul perioadei recente marcate de volatilitatea piețelor financiare, instituția a majorat volumul de lichiditate furnizat la începutul perioadei de constituire, permițând băncilor îndeplinirea, în mare măsură, a nivelului prevăzut al RMO în prima parte a acestui interval. Totuși, modalitatea de furnizare a lichidității nu s-a modificat esențial; Eurosistemul mai urmărește încă furnizarea unui volum de lichiditate care să permită băncilor îndeplinirea strictă a nivelului prevăzut al RMO.

În al doilea rând, ponderea refinanțării furnizate de Eurosistem prin intermediul ORTL a sporit, în timp ce ponderea aferentă OPR cu scadența la o săptămână s-a restrâns, ceea ce a condus la majorarea scadenței medii a soldului operațiunilor de politică monetară.

În al treilea rând, licitațiile speciale de alocare în întregime a volumului disponibil au fost organizate ocazional, cu precădere în scopul atenuării tensiunilor manifestate pe piață la sfârșitul anului. Acestea au permis participanților pe piață să determine cu precizie amploarea volumului alocat – în condițiile dificile de evaluare a cererii de lichiditate – și au necesitat efectuarea ORF pentru absorbirea excesului de lichiditate.

Cele trei categorii de măsuri au permis BCE menținerea controlului asupra ratelor dobânzilor la operațiunile de piață pe termen scurt, iar niciuna dintre acestea nu a necesitat o modificare structurală la nivelul cadrului operațional pentru aplicarea politicii monetare a Eurosistemului. De asemenea, nu au fost necesare modificări la nivelul cadrului de garantare, care a avut un rol important în funcționarea fără tensiuni a pieței monetare.

În cele din urmă, BCE a convenit asupra unui acord valutar (linie de *swap*) cu Rezervele Federale ale SUA în legătură cu operațiunea *Term Auction Facility* în USD. BCE a efectuat o serie de operațiuni de furnizare de lichidități în USD băncilor din zona euro, în numele Rezervelor Federale.

În concluzie, structura flexibilă și gama largă de instrumente și proceduri asociate cadrului operațional pentru aplicarea politicii monetare a Eurosistemului și-au dovedit eficiența și flexibilitatea.

Trebuie menționat că, prin orientarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața interbancară, politica monetară exercită o influență semnificativă asupra ratelor dobânzilor de pe piața interbancară și, prin diverse canale, asupra deciziilor de cheltuieli și investiții, asupra evoluțiilor monetare și, în ultimă instanță, asupra nivelului prețurilor. Procesul prin intermediul căruia deciziile de politică

¹² A se vedea și articolul intitulat *The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility* din Buletinul lunar – mai 2008.

monetară influențează economia în general și nivelul prețurilor în special este denumit mecanismul de transmisie a politicii monetare. Acest proces este unul complex, poate suferi modificări de-a lungul timpului și se poate manifesta sub diverse forme de la o țară la alta. Casetă 4 prezintă o serie de dovezi empirice pentru zona euro.

Casetă 4

MECANISMUL DE TRANSMISIE A POLITICII MONETARE

S-a demonstrat, pe baze empirice, că mecanismul de transmisie a politicii monetare funcționează într-o manieră relativ similară în toate țările din zona euro. Băncile dețin rolul principal în transmisia modificărilor ratelor dobânzii de politică monetară asupra ratelor dobânzilor active, având în vedere nivelul ridicat de dependență a sectorului corporativ și a gospodăriilor populației de finanțarea bancară și gradul încă limitat al capitalizării bursiere în zona euro. Celelalte particularități la nivel național sunt legate preponderent de apariția unor noi produse financiare și de noi participanți pe piață, de evoluția concurenței în sectorul bancar și de etapele diferite ale integrării piețelor financiare în fiecare stat membru participant la zona euro.

Pentru întreaga zonă euro, canalul clasic al ratei dobânzii deține rolul dominant în transmiterea impulsurilor politicii monetare către economie. Celelalte canale majore care prezintă importanță pentru zona euro sunt canalul monetar și al creditului, precum și cel al anticipațiilor (Graficul A)¹.

În ceea ce privește canalul ratei dobânzii și canalul monetar și al creditului, studiile efectuate de BCE și de Eurosistem au indicat un grad remarcabil de convergență a zonei euro începând cu anul 1999. Cu toate acestea, persistă unele diferențe naționale în privința nivelurilor și evoluțiilor ratelor dobânzilor bancare. De asemenea, există indicii asupra decalajului de uniformizare, care se menține la nivelul efectelor de propagare a ratelor dobânzilor pieței asupra ratelor dobânzilor bancare².

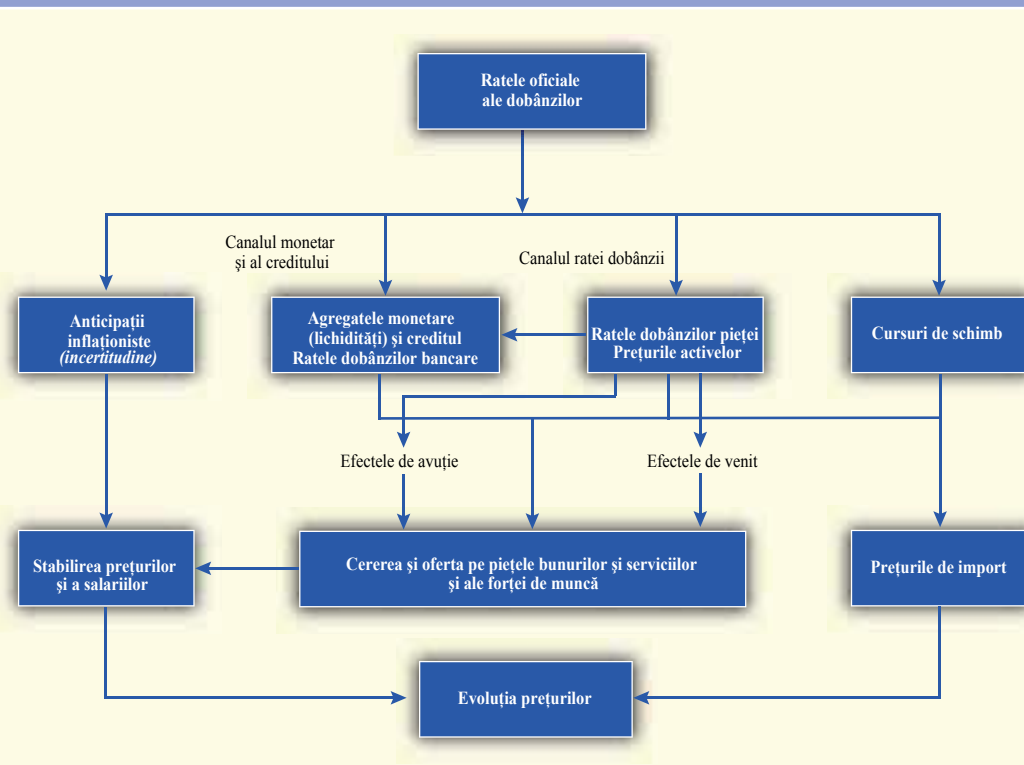
Graficele B și C oferă unele indicii cu privire la nivelul de uniformizare în fiecare țară. Coloanele prezintă modificările ratelor dobânzilor la creditele acordate populației și societăților nefinanciare la nivel național în comparație cu variațiile EURIBOR la 3 luni în perioada 2003-2008 (a se vedea coloana 13 din cele două grafice), pentru care sunt disponibile date armonizate privind ratele dobânzilor bancare. În cazul unui proces complet de propagare a efectelor modificărilor acestor rate, variațiile ratelor bancare ar trebui să fie egale cu cele ale ratelor dobânzilor pe piață. Totuși, conform datelor disponibile, se pare că reacția băncilor la modificările ratelor dobânzilor pe piață este sensibil diferită de la țară la țară, fiind consemnate numai câteva situații de mișcări în tandem. Informațiile disponibile ilustrează faptul că ratele dobânzilor la creditele pentru locuințe converg într-o mai mare măsură către ratele dobânzilor pe piață decât ratele dobânzilor la împrumuturile pe termen scurt acordate societăților nefinanciare (sau cele aferente altor categorii de produse).

Concurența în sectorul serviciilor financiare, relațiile dintre bănci și clienți, preferințele în privința scadenței contractelor de credit sau variabilitatea ratelor dobânzii, primele de risc și costurile

1 Pentru o prezentare mai cuprinzătoare a mecanismelor de transmisie a politicii monetare, a se vedea articolul cu titlul *Monetary policy transmission in the euro area* din Buletinul lunar – iulie 2000 și broșura BCE intitulată *The monetary policy of the ECB*, 2003. A se vedea și A.K. Kashyap și J.C. Stein, *What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy*, *The American Economic Review*, vol. 90, nr. 3, 2000, p. 407-428.

2 Fapt confirmat și de studiile economice. A se vedea, între altele, H. Sander et al., *Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration*, *Journal of International Money and Finance* 23, 2004, p. 461-492; G. de Bondt, *Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area*, *German Economic Review* 6 (1), 2005, p. 37-78 și C. Kok Sørensen et al., *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison*, Studiul ocazional nr. 580/2006 al BCE.

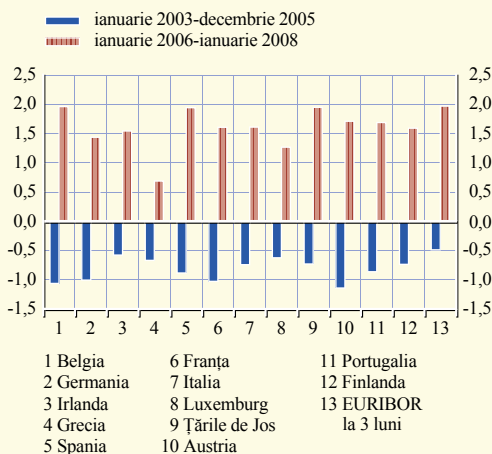
Grafic A Prezentare schematică a mecanismului de transmisie a politicii monetare



Sursa: BCE

Grafic B Modificările ratelor dobânzilor la creditele pentru locuințe acordate sectorului gospodăriilor populației

(puncte procentuale)

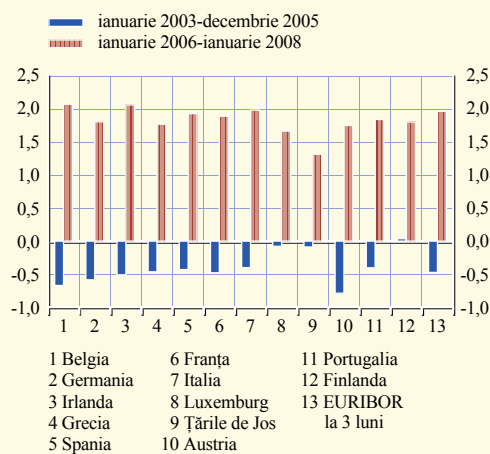


Sursa: BCE

Notă: Ratele dobânzilor la creditele pentru locuințe acordate populației sunt dobânzi variabile cu perioadă inițială de fixare a dobânzii de maximum un an.

Grafic C Modificările ratelor dobânzilor la creditele acordate sectorului societăților nefinanciare

(puncte procentuale)



Sursa: BCE

Notă: Ratele dobânzilor utilizate sunt dobânzi variabile la creditele în sumă de peste 1 mil. EUR acordate societăților nefinanciare cu perioadă inițială de fixare a dobânzii de maximum un an.

administrative aferente modificării ratelor dobânzilor sunt susceptibile de a influența eficiența măsurilor de politică monetară, prin intermediul impactului exercitat asupra procesului de propagare a efectelor rezultate din evoluțiile ratelor dobânzilor active ale băncilor³.

Pe ansamblu, ținând seama de rolul însemnat al băncilor în creditarea populației și a companiilor, canalul creditului pare să prezinte importanță pentru zona euro, deși de intensitate diferită de la o țară la alta⁴. În general, acest canal include canalul bilanțier și canalul împrumuturilor bancare⁵.

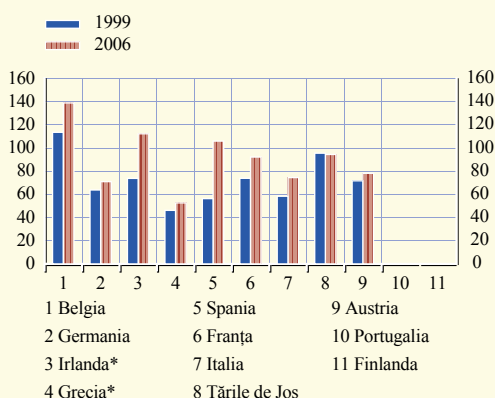
În ceea ce privește canalul bilanțier, concluziile studiilor efectuate demonstrează că, în unele țări participante la zona euro, efectele lichidității și ale fluxurilor de numerar par să fie însemnate, dar ne semnificative în altele⁶. Importanța canalului bilanțier poate fi dedusă indirect din analiza diferențelor pe țări cu privire la gradul de îndatorare a societăților nefinanciare sau natura surselor de finanțare. Graficul D relevă prezența unor diferențe legate de gradul de îndatorare a acestor societăți în țările din zona euro. În unele țări, se pare că societățile reacționează mai prompt la modificările ratelor dobânzilor, întrucât povara datoriei acestora este relativ ridicată în raport cu media zonei euro.

Referitor la canalul împrumuturilor bancare, analiștii au ajuns la concluzii diferite în privința modalității în care oferta de credite influențează transmisia politicii monetare într-o serie de țări din zona euro. Studiile care au utilizat date microeconomice bancare au conchis că indicatorii specifici ai gradului de informare asimetrică (de exemplu dimensiunea băncii) prezintă o importanță minoră pentru reacția împrumuturilor bancare la politica monetară din zona euro. În schimb, este posibil ca, în majoritatea țărilor din zona euro, reacția băncilor la măsurile de politică monetară să fi fost determinată de volumul de lichiditate de care acestea dispun.

Pe ansamblu, există un anumit grad de uniformizare la nivelul țărilor în ceea ce privește modul de finanțare a companiilor. Intermedierea bancară deține rolul principal în unele țări, în timp ce în altele predomină finanțarea pe piața de capital. Este posibil ca această situație să reflecte particularitățile sectorului corporativ în fiecare țară (de exemplu, ponderea întreprinderilor mici și mijlocii sau faptul că firmele dețin capital majoritar de stat sau privat). Totuși, aceasta ar putea să reflecte și diversele posibilități ale firmelor în ceea ce privește accesul la surse alternative de finanțare externă. În acest sens, trebuie evidențiate modificările semnificative care au avut loc la nivelul sectorului financiar de la înființarea Uniunii Monetare.

Grafic D Ponderea în PIB a datoriei sectorului societăților nefinanciare

(1999 și 2006)



Sursa: Eurostat și calcule BCE

Noță: Datele referitoare la Belgia includ creditele intra-grup.

*) În cazul Greciei și Irlandei, prima coloană se referă la anul 2001.

3 A se vedea BCE, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, septembrie 2006.

4 A se vedea J. B. Chatelain et al., *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, I. Angeloni, A. Kashyap și B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 A se vedea și B.S. Bernanke și M. Gertler, *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, p. 27-48.

6 A se vedea tabelul 24.6 în I. Angeloni, A. Kashyap și B. Mojon, op. cit., și L. Gambacorta și P. E. Mistulli, *Does Bank Capital Affect Lending Behavior?*, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nr. 4, 2004, p. 436-457.

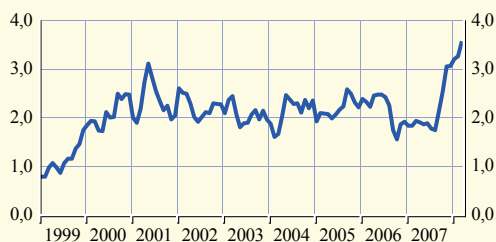
3.4 SE MENȚIN PROVOCĂRILE PE TERMEN LUNG

De la înființarea sa, BCE a depășit numeroase încercări dificile care s-au datorat, în cea mai mare parte, unor importante șocuri în sensul creșterii la adresa prețurilor. Prin adoptarea unor măsuri ferme și oportune, ori de câte ori s-a considerat a fi necesar, Consiliul guvernatorilor BCE și-a dovedit capacitatea și angajamentul de a menține, conform mandatului încredințat, stabilitatea prețurilor. Acest fapt este relevant și de ancorarea fermă și susținută a anticipațiilor inflaționiste pe termen mai lung.

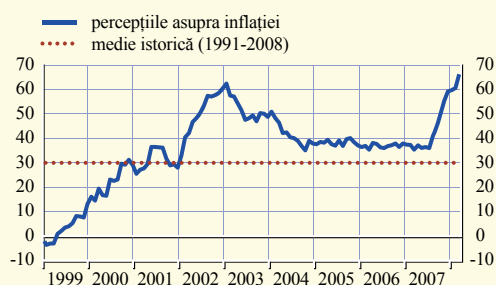
Cu toate acestea, nu există motive de automulțumire. Chiar dacă BCE a reușit să mențină un nivel ridicat de stabilitate a prețurilor în zona euro timp de aproape un deceniu, după anul 2000 ratele anuale medii ale inflației măsurate prin IAPC au rămas înalte, la niveluri care au depășit sistematic limita superioară a definiției BCE referitoare la stabilitatea prețurilor. Deși acest fapt este explicabil prin prisma șocurilor nefavorabile în sensul creșterii prețurilor, rezultatul nu este conform obiectivului Consiliului guvernatorilor de menținere a unui ritm de creștere anuală a inflației măsurate prin IAPC la un nivel inferior, dar apropiat, de 2%.

Grafic 14 Inflația măsurată prin IAPC și percepțiile asupra inflației în zona euro

A) IAPC anual (variații procentuale)



B) Percepțiile asupra inflației¹⁾

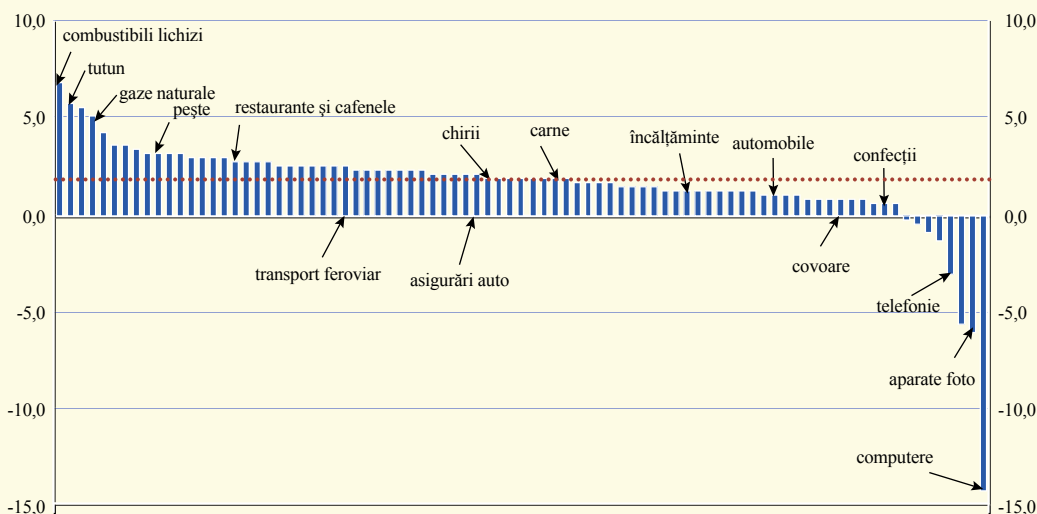


Sursa: Eurostat și sondajele Comisiei Europene efectuate în rândul companiilor și al consumatorilor

1) În perioada 2002-2003, percepțiile asupra inflației au cunoscut o creștere substanțială. Ponderea consumatorilor care au semnalat că prețurile s-au majorat „cu mult” a sporit de la 14% în perioada 1999-2001 la 38% în perioada 2002-2003.

Grafic 15 Variațiile anuale medii ale prețurilor măsurate cu ajutorul subindicilor IAPC, pentru unele produse, în perioada 1996-2007

(ritmul mediu anual de creștere a IAPC¹⁾)



Sursa: Calcule BCE bazate pe date Eurostat

Notă: Linia punctată indică ritmul mediu anual de creștere a IAPC (1,9% în perioada analizată).

În aceeași ordine de idei, BCE s-a confruntat cu perioade dificile, pe parcursul cărora așteptările inflaționiste derivate din instrumentele tranzacționate pe piețele financiare (randamentele aferente obligațiunilor) au sporit temporar cu mult peste nivelurile compatibile cu stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Până în prezent, BCE a reușit temperarea anticipațiilor inflaționiste și readucerea acestora la niveluri relativ ferm ancorate, compatibile cu definiția stabilității prețurilor. Totuși, se prefigurează unele indicii conform cărora anticipațiile inflaționiste s-au înscris de curând pe o pantă ascendentă. Astfel, nu poate fi exclusă situația în care acestea vor continua să manifeste o tendință mai accentuată în perioada actuală comparativ cu primii ani ai UEM. În acest sens, ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste prezintă în continuare o importanță deosebită, acesta fiind obiectivul prioritar al Consiliului guvernatorilor BCE.

În cele din urmă, deși ratele efective medii ale inflației măsurate prin IAPC s-au situat, în linii mari, la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor, rezultatele sondajelor indică discrepante persistente în ceea ce privește evoluția valorilor oficiale ale inflației și majorarea prețurilor percepută de publicul larg din zona euro (Graficul 14). Se pare că aceste evoluții divergente au fost determinate de mai mulți factori. Un argument esențial în acest sens este cel potrivit căruia consumatorii acordă probabil o importanță mai mare evoluțiilor prețurilor bunurilor și serviciilor achiziționate mai frecvent. Din această perspectivă, bunurile și serviciile respective exercită o influență mai puternică asupra inflației percepute de consumatori decât cheltuiala efectivă pentru achiziționarea acestora¹³.

Cu toate că rata anuală medie a inflației IAPC s-a situat la nivelul de 1,9% în perioada următoare anului 1996, au existat unele evoluții divergente la nivelul componentelor acesteia. Graficul 15 prezintă variațiile procentuale (calculate pe baza mediilor anuale) înregistrate de subindicii IAPC începând cu anul 1996. Se pare că bunurile de folosință îndelungată cu o frecvență de achiziționare mai redusă (de exemplu computerele și automobilele) au înregistrat creșteri de preț mult mai reduse decât produsele cumpărate mai des (precum benzina și produsele alimentare servite în restaurante și cafenele). Astfel, explicarea diferențelor dintre inflația percepută și inflația efectivă, coroborată cu menținerea încrederii publicului în datele statistice oficiale privind inflația, constituie în continuare provocarea principală la adresa politicii de comunicare promovate de BCE și de Eurosistem.

**Evoluții divergente la
nivelul componentelor
IAPC**

¹³ Pentru detalii suplimentare, a se vedea articolul intitulat *Measured inflation and inflation perceptions in the euro area*, în special Casetă 1 cu titlul *The European Commission's survey of consumers' inflation perceptions* din Buletinul lunar –mai 2007.

CELE TREI ETAPE ALE UNIUNII ECONOMICE ȘI MONETARE (UEM)

1 1. Iulie 1990 –
Eliminarea tuturor restricțiilor
asupra circulației capitalurilor

2 1. Ianuarie 1994 – Înființarea
Institutului Monetar European,
predecesorul BCE

3 1. Ianuarie 1999 – Fixarea irevocabilă a
cursurilor de schimb,
BCE fiind responsabilă de politica monetară

1. Ianuarie 2002 –
Adoptarea euro
în formă fizică

CRITERIILE DE CONVERGENȚĂ

Uniunea Economică și Monetară

Stabilitatea prețurilor

Disciplina finanțelor publice

Convergența ratelor dobâzilor

Stabilitatea cursului de schimb



4 POLITICA ECONOMICĂ ȘI EXTINDEREA ZONEI EURO

După cum s-a prezentat în Capitolul 3, menținerea stabilității prețurilor reprezintă cea mai importantă contribuție a politicii monetare la creșterea economiei reale. Chiar dacă această contribuție este foarte importantă, politica fiscală și cea structurală sunt principalii determinanți ai tendințelor macroeconomice analizate în acest capitol.

În ultimul deceniu, după crearea UEM, numărul locurilor de muncă din zona euro a s-a majorat cu mai mult de 15 milioane. În perioada 1990-1998, acest indicator a înregistrat o creștere cu numai aproximativ 5 milioane. Aceste evoluții încurajatoare s-au datorat restructurării sectorului corporativ, reformelor pe piața forței de muncă, fenomenului imigrației și temperării ritmului de creștere a salariilor. Cu toate acestea, productivitatea orară a muncii în zona euro a fost relativ redusă începând cu mijlocul anilor '90.

Evaluarea globală a politicii fiscale este nuanțată. Pe de-o parte, poziția fiscală globală a zonei euro a consemnat o îmbunătățire semnificativă în ultimii ani. Pe de altă parte, anumite țări din zona euro trebuie să realizeze și să mențină poziții bugetare solide și să reducă ponderile datoriei publice la niveluri sustenabile. În acest sens, este deosebit de frustrant eșecul privind realizarea consolidării finanțelor publice în perioadele de creștere economică.

Diferențialele între țări din punct de vedere al creșterii volumului producției reale și al inflației nu sunt deosebit de mari în comparație cu cele înregistrate la nivelul statelor și al regiunilor din SUA. Ca în cazul oricărei uniuni monetare, acestea sunt normale într-o anumită măsură, de exemplu dacă au legătură cu efectele procesului de recuperare. Cu toate acestea, ele pot să reflecte, în egală măsură, o politică economică națională inadecvată și rigidități structurale pe care factorii de decizie la nivel național trebuie să le soluționeze.

Acest capitol descrie totodată modul în care numărul țărilor din zona euro a crescut de la 11 la 15 în prezent. Extinderea zonei euro constituie o etapă irevocabilă și de aceea trebuie minuțios pregătită. Realizarea unei convergențe sustenabile este vitală pentru etapele ulterioare ale extinderii.

Pe scurt, s-au înregistrat progrese remarcabile. Dar mai sunt multe obiective de atins, iar semnalele recente privind temperarea creșterii economice sau chiar regresul reformelor structurale și al consolidării fiscale reprezintă un motiv de îngrijorare și din perspectiva politicii monetare. Politicile structurale insuficient fundamentate, rigiditățile economice și indisciplina fiscală pot duce la accentuarea presiunilor inflaționiste sau la persistența unui nivel înalt al inflației, de care politica monetară trebuie să țină seama. Politicile și reformele economice care au drept obiectiv intensificarea concurenței și flexibilitatea piețelor de bunuri, a piețelor de capital și a pieței forței de muncă, precum și realizarea pieței unice stimulează creșterea și crearea de locuri de muncă, atenuează presiunile asupra prețurilor și, prin urmare, ameliorează bunăstarea populației. Astfel de politici contribuie, de asemenea, la buna funcționare a mecanismelor de ajustare în cadrul UEM.

Acest capitol are următoarea structură: Secțiunea 4.1 analizează tendințele creșterii producției în termeni reali și ale piețelor forței de muncă. Secțiunea 4.2 este dedicată politicilor fiscale. Secțiunea 4.3 prezintă caracteristicile diferențialelor între țări la nivelul creșterii producției reale și a inflației. Secțiunea 4.4 descrie modul în care zona euro s-a extins de la un număr inițial de 11 țări la 15 țări în prezent. Secțiunea 4.5 sintetizează dificultățile care trebuie soluționate pe viitor.

4.1 EVOLUȚIILE MACROECONOMICE REALE ȘI POLITICILE STRUCTURALE ÎN ZONA EURO

Această secțiune examinează evoluțiile macroeconomice reale, precum și principalele obstacole în calea implementării politicilor economice structurale în zona euro. În primul rând, este prezentată pe scurt importanța reformelor structurale în cadrul UEM. În al doilea rând, sunt analizate creșterea producției, a populației ocupate și a productivității. Pe termen lung, caracteristicile structurale și instituționale ale economiei zonei euro influențează în mare măsură capacitatea acesteia de a asigura creșterea productivității și a populației ocupate, precum și de a susține o creștere economică viguroasă. În al treilea rând, sunt evaluate principalele probleme structurale ale politicilor economice și dificultățile întâlnite pe piața forței de muncă și pe piața bunurilor și serviciilor.

IMPORTANȚA REFORMELOR STRUCTURALE ÎNTR-O UNIUNE MONETARĂ

Reformele economice implementate pe piața bunurilor și serviciilor, pe piața de capital și pe cea a forței de muncă, precum și realizarea pieței unice au ca obiectiv eliminarea obstacolelor din calea concurenței, creșterea flexibilității piețelor și realizarea unei concurențe sporite și intensificarea concurenței între țări și la nivel național. În general, astfel de reforme structurale prezintă o importanță deosebită pentru politica monetară, întrucât ele contribuie, în mare măsură, la reducerea presiunilor inflaționiste și la limitarea persistenței inflației în cazul unor șocuri negative. Mai exact, rigiditățile mecanismelor de stabilire a prețurilor și salariilor sau majorările salariale excesive pot determina aplicarea cu întârziere a ajustării prețurilor relative la șocurile economice, ceea ce ar accentua inflația. Într-o uniune monetară precum cea a zonei euro, în care țările nu își mai pot ajusta politica monetară și cea de curs de schimb pentru a răspunde evoluției economiei¹, este cu atât mai important ca piețele să devină flexibile și competitive pentru a se putea adapta ușor la modificările mediului economic și a fi capabile să suporte șocurile economice, inclusiv pe cele transfrontaliere².

În plus, reformele economice care elimină obstacolele din calea concurenței nu numai că sporesc flexibilitatea zonei euro la schimbările din mediul economic, dar contribuie și la reducerea presiunilor asupra prețurilor, întrucât o concurență acerbă exercită, în general, presiuni asupra costurilor și prețurilor³ în sensul scăderii acestora.

Având în vedere performanțele economice slabe înregistrate în Europa în ultimul deceniu, Consiliul European a lansat un program de reforme ample și ambițioase – Strategia Lisabona pentru creștere economică și crearea de locuri de muncă (a se vedea, de asemenea, Capitolul 2). Printre alte obiective, Strategia Lisabona urmărește să stimuleze creșterea economică, productivitatea și utilizarea forței de muncă în cadrul economiei europene⁴. După cum s-a menționat în Capitolul 2, Strategia Lisabona reprezintă un program fundamental și ambițios, merit să atragă atenția Europei asupra necesității urgente de aplicare a reformelor structurale. Este vorba despre o abordare globală a reformei, care urmărește intensificarea concurenței și flexibilitatea pieței de bunuri și servicii și a celei de forță de muncă. Strategia valorifică efectele complementare și benefice ale reformelor economice în vederea creării, pe de-o parte, a condițiilor de creștere economică pe termen lung în zona euro prin exercitarea unei influențe pozitive asupra participării pe piața forței de muncă și, pe de altă parte, creșterii productivității muncii prin promovarea inițiativei și a progresului tehnologic.

Subsecțiunea următoare analizează evoluțiile macroeconomice privind producția, productivitatea și populația ocupată în ultimele două decenii.

1 Ajustarea lină la șocurile din zona euro este susținută și de integrarea financiară (Capitolul 6).

2 A se vedea N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert și G. Vitale, *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy*, Studiul ocazional nr. 66/iulie 2007 al BCE.

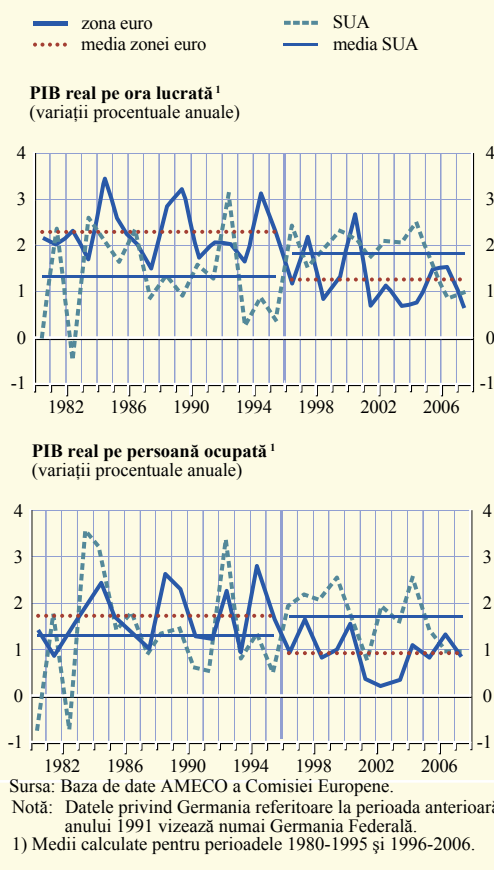
3 A se vedea, de exemplu, P. Cavelaars, *Does competition enhancement have permanent inflation effects?*, *Kyklos*, vol. 56, nr. 1, 2003, p. 69-94 și M. Przybyla și M. Roma, *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, Studiul nr. 453/martie 2005 al BCE.

4 Pentru informații suplimentare, a se consulta *website-ul* Comisiei Europene: http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm.

Piețele competitive sporesc rezistența la șocuri

Concurența favorizează creșterea economică și reduce presiunile inflaționiste

Grafic 1 Comparație între zona euro și SUA



CREȘTEREA VOLUMULUI PRODUCȚIEI REALE ȘI PRODUCTIVITATEA ÎN ZONA EURO

Începând cu anul 1996, ritmul de creștere în zona euro a înregistrat o medie de 2,2% pe an, nivel aproape neschimbat comparativ cu cel din perioada 1980-1995. Cu toate acestea, această valoare estompează două tendințe destul de diferite: în timp ce creșterea populației ocupate s-a accelerat semnificativ în ultimul deceniu, creșterea medie a productivității s-a temperat considerabil de la jumătatea anilor '90.

Creșterea productivității muncii reprezintă, în general, principala cauză a sporirii producției pe termen lung. În ansamblu, evoluțiile pe termen lung în zona euro se caracterizează printr-o întrerupere la jumătatea anilor '90, urmată de o perioadă prelungită de creștere. Între anii 1980-1995, creșterea medie a producției pe oră lucrată în zona euro a atins valoarea de 2,3%, în timp ce producția a crescut cu 2,2%. De la jumătatea anilor '90, creșterea productivității a consemnat o încetinire pronunțată. Între anii 1996 și 2007, creșterea medie a productivității în zona euro, măsurată ca producție pe oră lucrată s-a redus până în jurul valorii de 1,3% în acea perioadă (Graficul 1), în timp ce creșterea medie a producției s-a menținut, în general, nemodificată față de perioada anterioară. Temperarea ritmului de creștere a productivității

a fost însoțită de majorarea puternică a ritmului anual de creștere a numărului total de ore lucrate. În perioada 1980-1995 numărul total de ore lucrate anual s-a redus în medie cu 0,2%, în timp ce între anii 1996 și 2007 acesta s-a majorat cu 0,9% pe an. În perioada 1999-2007, productivitatea orară în zona euro a crescut în medie cu 1,2% pe an, comparativ cu 1,9% între anii 1990-1998.

Aceste evoluții înregistrate în zona euro contrastează cu cele înregistrate în SUA, unde ritmul de creștere a numărului total de ore lucrate s-a redus ușor de la 1,4% în medie între anii 1980-1995 la 1,3% în medie în intervalul 1996-2007, iar ritmul de creștere a productivității s-a accelerat semnificativ, de la 1,4% până la 2,1%. Astfel, în zona euro, accelerarea ritmului de creștere a populației ocupate și majorarea numărului de ore lucrate au fost compensate de temperarea creșterii productivității, în condițiile în care dinamica producției s-a menținut, în general, la același nivel. Prin contrast, câștigurile de productivitate înregistrate în SUA nu numai că au compensat pierderea de ritm a factorului forța de muncă, dar au și revigorat creșterea producției.

Analiza sectorială evidențiază temperarea ritmului de creștere a productivității, în special pe piața serviciilor care utilizează mult mai intens tehnologia informațiilor și de comunicație (TIC), precum serviciile furnizate de sectoarele de distribuție și serviciile financiare și cele destinate întreprinderilor⁵. Totodată, în timp ce productivitatea acestor sectoare s-a majorat substanțial în SUA, în zona euro aceasta

Creștere puternică a populației ocupate, dar creștere modestă a productivității

Câștiguri modeste de productivitate pe segmentul serviciilor de piață

⁵ A se vedea articolul *Productivity developments and monetary policy* din Buletinul lunar – ianuarie 2008, care prezintă o analiză detaliată a evoluțiilor productivității în zona euro.

s-a redus, ceea ce sugerează faptul că întreprinderile europene nu au exploatat avantajele pe care le prezintă noile tehnologii TIC. Aceste tehnologii au cea mai mare influență asupra creșterii productivității, deoarece ele permit realizarea unei eficiențe sporite a procesului de gestionare, a procedurilor și structurilor organizatorice și facilitează inovațiile tehnologice complementare. De exemplu, utilizarea computerelor și a internetului reduc costurile de comunicare și permit implementarea unor structuri organizatorice descentralizate și flexibile. Însă toate avantajele pe care le prezintă TIC pentru accelerarea productivității nu pot fi obținute decât în absența unor obstacole în calea schimbărilor organizatorice, precum restricțiile regulamentare. Plecând de la această ipoteză, există studii care au consemnat faptul că mediile cu un grad înalt de reglementare prezintă tendința de a fi asociate cu o creștere mai redusă a investițiilor și a productivității⁶. Aceste studii explică faptul că rigiditățile instituționale care erodează capacitatea firmelor de a se adapta rapid și fără probleme la noul mediu constituie principalii factori care influențează creșterea productivității în economiile zonei euro.

PIEȚELE FORȚEI DE MUNCĂ ÎN ZONA EURO

Utilizarea forței de muncă, definită ca numărul total de ore lucrate pe an împărțit la numărul populației totale, s-a majorat cu 0,2% în medie pe an în perioada 1999-2007 în zona euro⁷. Această evoluție reflectă expansiunea participării pe piețele forței de muncă și a populației ocupate. Rata de participare a fost de 67,2% în anul 1999, iar în anul 2007 a ajuns la aproximativ 71%. Din momentul creării UEM în anul 1999, numărul angajaților în zona euro a depășit cifra de 15 milioane, în timp ce între anii 1990-1998 numărul acestora a crescut cu numai 5 milioane. Între anii 1997-2007, expansiunea ratei generale de ocupare a forței de muncă s-a majorat de la 60,3% la 65,5%. Creșterea populației ocupate a generat sporirea gradului de ocupare a forței de muncă în rândul femeilor și al populației vârstnice, precum și al angajaților temporari și cu program redus (Tabelul 1). Aceste evoluții ilustrează impactul reformelor economice anterioare, al fenomenului imigrației și al temperării ritmului de creștere a salariilor. Cu toate acestea, rata generală de ocupare a forței de muncă în zona euro se menține redusă comparativ cu nivelul de 73,3% înregistrat în SUA (2007) și este încă departe de obiectivul de 70% stabilit în Strategia Lisabona pentru anul 2010.

6 A se vedea, de exemplu, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti și F. Schiantarelli (2005), *Regulation and investment*, Jurnalul Asociației Economice Europene, vol. 3, p. 791-825, în care autorii consideră că reformele de reglementare au avut un impact pozitiv asupra acumulării de capital în sectoarele transporturi, comunicații și utilități, mai ales pe termen lung. În G. Nicoletti și S. Scarpetta (2003), *Regulation, productivity and growth*, Politica Economică, aprilie, autorii consideră că anumite reglementări anticoncurențiale vizând piața de bunuri și servicii reduc semnificativ creșterea productivității totale la nivelul industriei.

7 Pentru analiza evoluțiilor structurale pe piețele forței de muncă din zona euro în ultimul deceniu, a se vedea articolul *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade* din Buletinul lunar al BCE – ianuarie 2007.

Tabel 1 Principalele date statistice privind piața forței de muncă

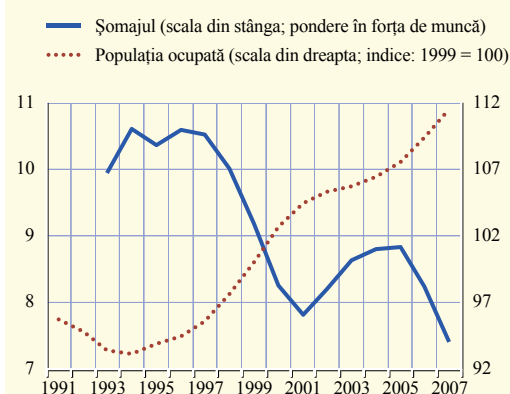
	Media 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Creșterea populației ocupate	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Numărul total de ore lucrate ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Gradul de ocupare a forței de muncă (vârsta cuprinsă între 15-64 de ani)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Femei	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Bărbați	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
Între 15-24 de ani	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
Între 25-54 de ani	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
Între 55-64 de ani	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Rata șomajului (peste 15 ani) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Rata de participare (între 15-64 de ani)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Rata angajaților temporari (între 15-64 de ani)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Rata angajaților cu program redus (între 15-64 de ani)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Sursa: Eurostat (Sondajul privind forța de muncă) și calcule BCE

1) Datele se referă la Grupul celor 12 țări.

2) Date medii lunare.

Grafic 2 Populația ocupată și șomajul în zona euro în perioada 1991-2007



Sursa: EUROSTAT și calcule BCE.

În același timp, șomajul în rândul persoanelor cu vârste cuprinse între 15-64 de ani s-a redus de la 9,1% în anul 1999 la 7,5% în anul 2007 – cel mai mic nivel din ultimii 25 de ani (Graficul 2). Ratele șomajului s-au diminuat în special în rândul persoanelor tinere (de la 23,9% la 16,6%), în rândul femeilor (de la 12,7% la 9,4%) și al persoanelor cu calificare redusă (de la 13,3% la 9,9%)⁸.

Aceste evoluții încurajatoare arată că reformele pe piața forței de muncă, fenomenul imigrației și temperarea ritmului de creștere salarială au contribuit la înlăturarea unor constrângeri la nivelul creșterii generate de rigiditatea și reglementarea excesivă a piețelor forței de muncă. Aceste evoluții confirmă, de asemenea, faptul că politica monetară, care are drept obiectiv stabilitatea prețurilor, este perfect

În pofida acestor evoluții importante...

compatibilă cu procesul de creare a locurilor de muncă și cu o rată redusă a șomajului. Cu toate acestea, în pofida acestor progrese, majoritatea țărilor din zona euro sunt încă foarte departe de a-și fi valorificat potențialul care permite creșterea ratelor de participare și a populației ocupate. Impedimentele de ordin structural datorate mediilor juridice și de reglementare rigide, nivelului ridicat al impozitării forței de muncă și distorsiunilor generate de reglementări, precum salariul minim, continuă să descurajeze multe persoane de a participa pe piața forței de muncă, ceea ce contribuie la menținerea unor rate reduse de ocupare a forței de muncă și rate înalte ale șomajului.

Experiența arată că legislația privind protecția angajaților și nivelul impozitării reprezintă obstacole majore în calea creșterii populației ocupate⁹. În ultimul deceniu, țările din zona euro au înregistrat, în medie, progrese în sporirea gamei de facilități destinate stimulării forței de muncă, prin reducerea cu precădere a factorilor care demobilizează angajații de a lucra o perioadă mai lungă de timp sau prin stimulentele financiare în cazul pensionării anticipate. În perioada 2001-2006, nivelul impozitării, care include impozitele pe venit plus contribuțiile pentru asigurări sociale ale angajaților

...există încă obstacole în calea ocupării totale a forței de muncă

8 Sursa: Eurostat (Sondajul privind forța de muncă).

9 A se vedea, de asemenea, articolul *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade* din Buletinul lunar – ianuarie 2007.

Table 2 Evoluția contribuțiilor și „capcana șomajului” în zona euro în perioada 2001-2006

(puncte procentuale)	Nivelul în 2006	Trecerea la euro 2001-2006
Contribuții ¹⁾		
Un salariat singur	38,2	-0,6
Un salariat cu familie	32,1	-0,3
Doi salariați	33,4	-0,7
Capcana șomajului ²⁾	78,3	2,6
Capcana salariului redus ³⁾	48,3	4,7

Sursa: OCDE (2007), „Contribuții 2006-2007”, Baza de date a indicatorilor structurali Eurostat 2008, medii neponderate. Date disponibile numai pentru perioada 2001-2006.

1) Contribuția include impozitul pe venit plus contribuțiile la asigurări sociale ale angajaților și angajatorilor minus beneficiile în numerar ca pondere în costurile cu forța de muncă. Cifrele pentru o persoană singură, fără copii, cu 67% din salariul mediu, pentru o familie cu un singur salariat și doi copii în vârstă de 4 și 6 ani la 100% din salariul mediu și o familie cu doi salariați și doi copii, în care un salariat realizează 100% din salariul mediu, iar celălalt 33%.

2) „Capcana șomajului” este definită ca procentaj din venitul brut din care se rețin impozite și contribuții mai mari, precum și prin suspendarea beneficiilor când persoana se angajează. Aici este calculată pentru o persoană singură, fără copii, cu 67% din venitul mediu al unui lucrător cu normă întreagă din industria prelucrătoare.

3) „Capcana salariului redus” este definită ca procentaj din venitul brut care se impozitează cu cote mai mari și prin suspendarea beneficiilor când persoana se angajează pe un post mai bine plătit. Aici este calculat pentru o persoană singură, fără copii, care urcă de la 33% la 67% din venitul mediu al unui angajat.

și angajatorilor, s-a diminuat în cazul mai multor categorii de angajați (Tabelul 2). În medie, țările din zona euro au reușit în mai mică măsură să sporească numărul stimulentei care să determine populația neocupată să caute un loc de muncă.

**Reducerea impozitării
forței de muncă
favorizează creșterea
populației ocupate**

În acest sens, ratele nete natalitate/mortalitate¹⁰ s-au majorat între anii 2001-2005. În același timp, indicatorul care definește așa-numita „capcană a șomajului”, care exprimă cuantumul impozitelor și retragerea transferurilor sociale în momentul în care o persoană șomeră a acceptat să se angajeze, a crescut, de asemenea, semnificativ până la 78,3 % din venitul brut în anul 2006 (Tabelul 2). Reforme suplimentare la nivelul impozitelor pe venit și al sistemului de prestații sociale ar face să crească numărul stimulentei menite să impulsioneze acceptarea unui loc de muncă. Reducerea numărului de factori care ar descuraja acceptarea unui loc de muncă, precum rate marginale înalte ale impozitelor, indemnizațiile de șomaj consistente și încurajarea angajaților de a rămâne în serviciu o perioadă mai îndelungată de timp, poate stimula oferta de forță de muncă și ocuparea totală a acesteia, îndeosebi a celor care sunt mai puțin integrați pe piața forței de muncă, precum femeile tinere și populația vârstnică.

**Dar mai sunt multe
de realizat**

În ansamblu, în pofida progresului realizat în deceniul trecut, multe țări din zona euro mai au încă multe obiective de atins pe calea implementării reformelor, care să le permită alinierea ratelor de ocupare a forței de muncă la cele înregistrate de țările cu cele mai bune rezultate. Zona euro este departe de a fi valorificat întregul potențial de creștere a utilizării mai intense a forței de muncă în procesul de producție. În multe țări, piața forței de muncă se caracterizează prin dualismul insider-outsider: obstacolele structurale, de ordin juridic sau de reglementare, nivelul ridicat de impozitare a forței de muncă și rigiditățile asociate reglementărilor salariale împiedică anumite categorii sociale să se implice activ pe piața forței de muncă.

**Flexibilitatea salarială
și concurența
prudentă
favorizează crearea de
locuri de muncă**

Un grad înalt de flexibilitate ar permite piețelor forței de muncă naționale să se adapteze șocurilor economice și ar înlesni alocarea eficientă a forței de muncă și a altor resurse. O diferențiere suficientă la nivelul salariilor ar spori numărul de locuri de muncă pentru persoanele cu calificare redusă și în regiunile sau sectoarele care prezintă rate înalte ale șomajului. În plus, experiența arată faptul că piețele forței de muncă și piețele de bunuri și servicii dețin un potențial considerabil de a exercita o influență reciprocă benefică: descentralizarea piețelor forței de muncă ar permite accelerarea ritmului de creștere a numărului de locuri de muncă, în special atunci când piețele de bunuri și servicii sunt mai competitive și invers¹¹. Aceasta ridică problema funcționării eficiente a piețelor de bunuri și servicii ca fiind cea de a doua condiție prealabilă pentru accelerarea creșterii potențiale în zona euro.

CONCURENȚA ȘI INOVAȚIA PE PIEȚELE DE BUNURI ȘI SERVICII

**Creșterea nivelului de
integrare economică**

În Uniunea Europeană, concurența și integrarea economică au înregistrat progrese în ultimele două decenii. Piața unică, în special, a adus beneficii majore economiei UE. Conform unei estimări a Comisiei Europene, piața unică a creat 2,75 milioane locuri de muncă și a contribuit la creșterea bunăstării cu aproximativ 500 de euro pe locuitor în anul 2006, care corespunde unei creșteri de 2,15% la nivelul PIB consemnat de UE în perioada 1992-2006¹².

**Intensificarea concurenței,
a descentralizării și a
liberalizării**

Intensificarea concurenței pe piețele de bunuri și servicii atât la nivelul UE, cât și la nivel național a asigurat crearea de structuri de producție mai eficiente. Literatura empirică consideră, în general, că pe piețele de bunuri și servicii concurența reprezintă un factor important pentru înțelegerea evoluției prețurilor relative și a productivității muncii. Descentralizarea și liberalizarea asigură ritmuri mai accelerate de creștere a productivității muncii¹³. Astfel, sectorul telecomunicațiilor ilustrează cu

10 Ratele nete natalitate/mortalitate cuantifică nivelul prestațiilor sociale, incluzând indemnizația de șomaj, asistența socială și alocațiile familiale și pentru locuință – diminuate de impozite, în raport cu venitul net din salarii pe care salariatul sau gospodăria îl obține înainte de a fi șomer.

11 A se vedea, de exemplu, H. Berger și S. Danninger (2007), *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform*, IMF Staff Paper vol. 54, nr. 3.

12 Comisia Europeană: *The single market: review of achievements*, noiembrie 2007.

13 A se vedea P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti și F. Steiner (2006) *Regulation, Competition and Productivity Convergence*, Studiul nr. 509 al OCDE, Direcția Studiilor economice, și literatura menționată în acest studiu.

succes avantajele pe care le oferă deschiderea industriilor de rețea către concurență. Productivitatea orară a muncii în acest sector a cunoscut o accelerare considerabilă de la 4,5% la 7,3% între anii 1980-1995 și 1995-2005, iar tarifele practicate la serviciile de telefonie de fostele monopoliuri pentru apelurile naționale și internaționale s-au redus, în medie, cu mai mult de 40% în Europa între anii 2000-2006. Această evoluție a stimulat puterea de cumpărare a consumatorilor care pot afecta o mare parte din venitul disponibil pentru achiziționarea altor bunuri și servicii.

Cu toate acestea, mai sunt încă multe de făcut, îndeosebi pe unele segmente ale serviciilor de piață, care reprezintă aproximativ 70% din valoarea adăugată nominală totală a zonei euro și din totalul populației ocupate¹⁴. Crearea unei piețe interne a UE mai vaste și mai profunde rămâne evident o prioritate în procesul de realizare a unei concurențe eficiente pe piața energiei și de implementare a Directivei privind serviciile¹⁵. Importanța economică crescută a serviciilor sugerează că îmbunătățirea nivelului de trai în țările europene poate să depindă de gradul înalt al concurenței și de creșterea productivității muncii în sectorul serviciilor.

În vederea valorificării plenare a potențialului de productivitate, reformele pe piața de bunuri și servicii trebuie să fie susținute de politici care sprijină inovația și progresul tehnologic. Acestea includ deblocarea potențialului de activitate prin crearea unui mediu economic favorabil întreprinderilor, măsuri pentru sprijinirea inovațiilor prin creșterea investițiilor în cercetare și dezvoltare și prin politici destinate îmbunătățirii capitalului uman.

Un mediu economic prielnic întreprinderilor presupune un număr mai mic de reglementări, dar mai eficiente, care să fie utile în special întreprinderilor mici și mijlocii pentru dezvoltarea acestora atât pe plan intern, cât și transfrontalier și care să faciliteze accesul acestor întreprinderi la finanțare. De exemplu, în Europa, finanțarea prin capital de risc reprezintă doar o mică parte în comparație cu SUA, în raport cu magnitudinea fiecărei economii. Promovarea investițiilor în cercetare și dezvoltare reprezintă o problemă importantă. În anul 2005, aceste investiții reprezentau 1,9% din PIB al zonei euro, comparativ cu 2,7% în cazul Statelor Unite.

Pe lângă reformele structurale, politicile fiscale orientate către stabilitate reprezintă o condiție prealabilă pentru buna funcționare a UEM. Secțiunea care urmează este consacrată politicilor fiscale.

4.2 POLITICILE FISCALE

Această secțiune prezintă o nouă analiză a importanței politicilor fiscale sănătoase, oferind, de asemenea, o privire de ansamblu asupra evoluțiilor fiscale înainte și după încheierea celei de-a treia etape a UEM, asupra implementării Pactului de stabilitate și creștere, asupra dificultăților de natură fiscală pe termen lung (pentru detalii, a se vedea Capitolul 2 privind cadrul instituțional pentru politici fiscale în UEM).

Politicile fiscale pot avea un impact semnificativ asupra creșterii economice și presiunilor inflaționiste datorită nivelului și structurii veniturilor și cheltuielilor bugetare, dar și datoriei și deficitului public¹⁶. Deficitele mari pot genera atât presiuni inflaționiste, cât și la nivelul creșterii economice, obligând autoritatea monetară să mențină ratele dobânzilor pe termen scurt la un nivel mai înalt

14 Pentru o analiză detaliată a gradului de concurență în sectorul serviciilor în zona euro și a efectelor sale asupra productivității muncii și prețurilor, a se vedea articolul *Competition and economic performance of the euro area services sector* din Buletinul lunar – mai 2008.

15 Directiva privind serviciile de piață internă, care vizează stimularea libertății firmelor din UE de a se stabili în alte state membre UE și libera circulație a serviciilor a fost adoptată de Parlamentul și Consiliul European în luna decembrie 2006 și trebuie încorporată în legislația națională a statelor membre până la sfârșitul anului 2009.

16 A se vedea articolul *Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices* din Buletinul lunar – aprilie 2004.

Intensificarea concurenței în sectorul servicii este în continuare importantă

Politicile fiscale orientate către stabilitate sunt esențiale pentru UEM

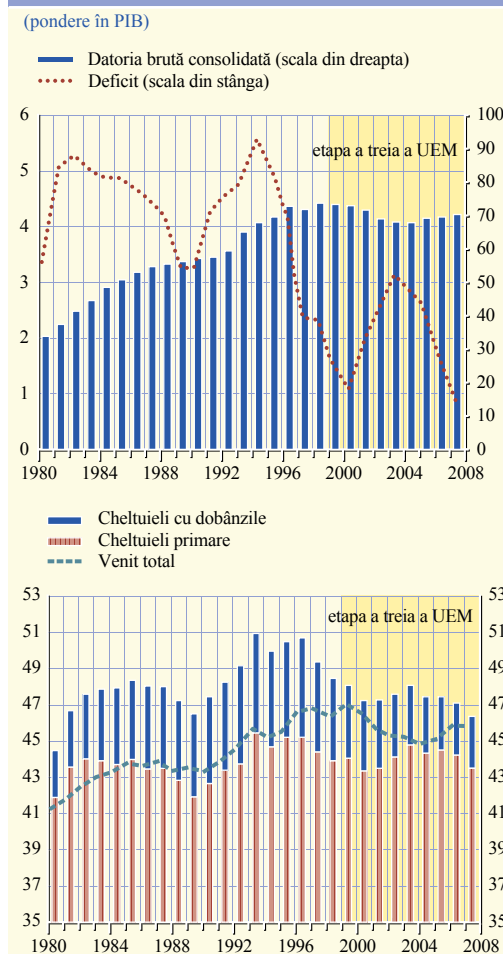
decât ar fi fost necesar. Politica fiscală poate, de asemenea, să submineze încrederea într-o politică monetară orientată către stabilitate, dacă agenții privați anticipează faptul că împrumuturile guvernamentale excesive vor fi, în cele din urmă, acoperite de banca centrală. Buna funcționare a uniunii monetare, care evită diferențele între țări, precum și creșterea economică durabilă necesită o politică fiscală sustenabilă (Secțiunea 4.3).

UE a încheiat o serie de acorduri instituționale în vederea adoptării unor politici fiscale naționale adecvate pe termen mediu, precum și realizării echilibrului finanțelor publice în cadrul UEM. În special Tratatul privind Uniunea Europeană constrânge statele membre care adoptă euro să evite deficitele publice excesive. Tratatul stabilește valorile de referință la 3% din PIB pentru deficitul bugetar general și la 60% din PIB pentru datoria publică. În plus, Pactul de stabilitate și creștere adoptat în anul 1997 și revizuit în anul 2005 obligă statele membre UE să stabilească obiective bugetare adecvate pe termen mediu „apropiate de nivelul de echilibru sau excedentare”. Țările cu astfel de poziții ar trebui să dispună de o marjă de manevră care să le permită utilizarea stabilizatorilor bugetari automați, fără ca deficitul lor să depășească plafonul de 3%, ceea ce va atenua deficitele ciclului economic și va contribui la buna funcționare a UEM¹⁷.

EVOLUȚIILE FISCALE ÎN ZONA EURO ÎNAINTE DE ȘI ÎN TIMPUL CELEI DE-A TREIA ETAPE A UEM

În deceniile care au precedat crearea UEM, politicile fiscale din multe țări europene s-au caracterizat prin ritmuri nesustenabile de creștere a cheltuielilor, creșterea gradului de fiscalitate și acumularea continuă a datoriei publice. În anii '80 și la începutul anilor '90, deficitul public general al zonei euro se situa, în medie, între 4% și 5% din PIB, iar ponderea datoriei publice în PIB a crescut de la mai puțin de 40% până la aproximativ 70% (Graficul 3 și Tabelul 3). Începând cu acea perioadă, poziția fiscală agregată a țărilor din zona euro s-a îmbunătățit semnificativ. Anterior celei de-a treia etape a UEM, împrumuturile publice s-au redus considerabil, iar până în anul 2000 ponderea deficitului (care exclude veniturile nete din vânzarea licențelor de telefonie mobilă) a atins pragul minim de 1% din PIB. Ponderea deficitului public al zonei euro și-a reluat creșterea până la 3,1% din PIB în anul 2003, iar ulterior s-a redus la 0,6% din PIB în anul 2007, cel mai mic nivel înregistrat de la începutul anilor 1970.

Grafic 3 Evoluția situației fiscale a administrațiilor publice din zona euro în perioada 1980-2007



Sursa: Comisia Europeană, BCN și calcule BCE.
 Notă: Datele nu includ sumele provenite din vânzarea licențelor de telefonie mobilă.

Îmbunătățirea
 pozițiilor fiscale...

¹⁷ A se vedea articolul *EMU and the conduct of fiscal policies* din Buletinul lunar – ianuarie 2004.

Tabel 3 Soldurile bugetare ale administrațiilor publice ale țărilor din zona euro în perioada 1990-2007

(pondere în PIB)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgia	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Germania	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Irlanda	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grecia	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Spania	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Franța	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Italia	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Cipru	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxemburg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Țările de Jos	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Austria	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugalia	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slovenia	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finlanda	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Zona euro	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Sursa: Comisia Europeană, BCN și calcule BCE

Notă: Date pentru perioadele 1990-1998 și 1999-2007 sunt medii anuale. Datele privind Germania referitoare la anul 1990 vizează numai Germania Federală. Datele nu includ sumele provenite din vânzarea licențelor de telefonie mobilă.

Ponderile mai reduse ale deficitelor publice din zona euro din ultimii ani se datorează în mare măsură scăderii semnificative a ratelor dobânzilor și, în consecință, a plăților de dobânzi, care s-au redus de la aproximativ 5,5% din PIB la începutul anilor '90, ușor inferior nivelului de 3% din PIB începând cu anul 2005. De asemenea, este dificil de determinat contribuțiile relative ale veniturilor bugetare și ale cheltuielilor primare la consolidarea fiscală din cauza modului în care aceste variabile reacționează la evoluțiile ciclice. Dacă analizăm tendințele istorice, se observă că ponderea cheltuielilor publice primare în PIB în zona euro a rămas în general constantă de la jumătatea anilor '80, în timp ce ponderea veniturilor publice în PIB a înregistrat o creștere structurală înaintea începerii celei de-a treia etape a UEM. Din anul 1999, ponderile în PIB ale veniturilor publice și ale cheltuielilor primare au fluctuat în jurul unor niveluri înalte, dar în general constante, ceea ce sugerează faptul că tendința de creștere a ponderilor cheltuielilor publice și veniturilor înregistrate în deceniile anterioare a luat sfârșit.

Ameliorarea poziției fiscale agregate zonei euro în ultimii 20 de ani reflectă un grad semnificativ de convergență, în sensul consolidării finanțelor publice ale țărilor participante. Deficitele bugetare foarte mari înregistrate de unele țări în anii '80 și începutul anilor '90 au fost în mare parte eliminate. În special în țările cu o pondere mare a datoriei, dobânzile datorate s-au redus considerabil pe seama scăderii semnificative a ratelor dobânzilor la datoria publică. Aceasta poate fi considerată în mare măsură ca un avantaj rezultat din eliminarea riscului valutar și trecerea la implementarea unor politici macroeconomice orientate în mai mare măsură spre stabilitate în cadrul UEM¹⁸. Această ipoteză presupune însă o îmbunătățire modestă a valorilor deficitului primar. Mai mult, ponderile datoriei publice în PIB au înregistrat o creștere limitată, iar faptul că unele țări membre din zona euro încă înregistrează ponderi ale datoriei cu mult peste valoarea de referință de 60% din PIB în anul 2007 (Tabelul 4) reprezintă o preocupare majoră.

... datorită, în special, nivelului redus al dobânzilor

Este necesară reducerea în continuare a ponderii datoriei în PIB

18 A se vedea articolul *Fiscal policies and financial markets* din Buletinul lunar – februarie 2006.

Tabel 4 Situația fiscală a administrațiilor publice din zona euro în perioada 1980-2007

(pondere în PIB)

	Datorii				Cheltuieli primare				Cheltuieli cu dobânzile			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Belgia	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Germania	n.a.	63,3	60,3	65,0	n.a.	44,1	44,7	41,1	n.a.	2,9	3,4	2,8
Irlanda	n.a.	32,4	54,0	25,5	n.a.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grecia	n.a.	100,5	105,8	94,5	n.a.	39,6	41,0	39,4	n.a.	5,5	8,5	3,9
Spania	n.a.	49,3	64,1	36,2	n.a.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Franța	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Italia	n.a.	106,9	114,9	104,0	n.a.	42,7	41,3	43,8	n.a.	5,4	7,9	4,7
Cipru	n.a.	64,0	58,4	59,8	n.a.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxemburg	n.a.	6,4	7,4	6,8	n.a.	39,6	40,6	37,3	n.a.	0,2	0,4	0,2
Malta	n.a.	63,8	53,4	62,6	n.a.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Țările de Jos	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Austria	n.a.	64,1	64,3	59,1	n.a.	47,7	50,0	45,6	n.a.	3,0	3,5	2,6
Portugalia	56,5	57,5	52,1	63,6	n.a.	42,4	39,5	42,9	n.a.	2,8	3,3	2,9
Slovenia	n.a.	26,8	23,1	24,1	n.a.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finlanda	n.a.	41,9	48,2	35,4	n.a.	47,2	49,0	46,1	n.a.	2,0	3,5	1,4
Zona euro	n.a.	69,0	72,8	66,4	n.a.	44,0	44,0	43,3	n.a.	3,4	4,6	3,0

Sursa: Comisia Europeană, BCN și calcule BCE

Notă: Datele nu includ sumele provenite din vânzarea licențelor de telefonie mobilă. Datele privind Germania referitoare la anul 1990 vizează numai Germania Federală.

IMPLEMENTAREA PACTULUI DE STABILITATE ȘI CREȘTERE

Dificultăți în calea reglementărilor fiscale ale UEM

Implementarea cadrului de supraveghere fiscală al UEM a întâmpinat multe dificultăți legate de evoluțiile fiscale în țările din zona euro începând cu anul 1999. Dacă mai multe state membre au reușit să atingă și/sau să mențină o situație bugetară solidă „aproape de echilibru sau excedentară”, după cum au fost preconizate de componenta preventivă a Pactului de stabilitate și creștere (respectiv procedurile destinate prevenirii apariției deficitelor excesive), alte state nu au reușit acest lucru. În unele țări, obiectivele bugetare pe termen mediu stabilite în programele anuale de stabilitate nu au fost îndeplinite din cauza ipotezelor macroeconomice și bugetare exagerat de optimiste, a lipsei eforturilor de consolidare și a cheltuielilor prea mari, care reflectă absența voinței politice de a respecta angajamentele asumate.

Prin urmare, în perioada de regres economic din anii 2001-2003, deficitul mai multor țări (Germania, Grecia, Franța, Italia, Țările de Jos și Portugalia) au atins sau au depășit valoarea de referință de 3% din PIB (Tabelul 3). În acest context, părerile au fost împărțite în ceea ce privește aplicarea adecvată a componentei preventive a Pactului (de exemplu, procedurile care vizează corecția rapidă a deficitelor excesive). În cele din urmă, în noiembrie 2003, Consiliul ECOFIN a decis suspendarea procedurilor privind deficitul excesiv împotriva Germaniei și a Franței. Dezbaterile ulterioare au stabilit revizuirea Pactului, proces încheiat în primăvara anului 2005 (Capitolul 2).

Implementarea globală poate fi îmbunătățită

Începând cu anul 2005, condițiile economice mai favorabile și în mod deosebit creșterea puternică a veniturilor publice au facilitat implementarea variantei revizuite a Pactului de stabilitate și creștere. Astfel, toate țările din zona euro au reușit să își reducă deficitul bugetar la 3% din PIB sau sub acest nivel. Nu toate țările au profitat însă de perioada de creștere economică pentru a accelera consolidarea fiscală. Astfel, dacă Germania a utilizat surplusul de venituri bugetare pentru a-și echilibra bugetul în anul 2007, în Franța și Italia surplusurile bugetare au fost în mare parte utilizate pentru sporirea cheltuielilor sau reducerea impozitelor. Prin urmare, deficitul acestor țări se mențin aproape de nivelul de 3% din PIB, lăsând puțin loc de manevră pentru eventualitatea unei perioade de regres economic. În general, putem afirma că implementarea Pactului, încă de la revizuirea lui, a reprezentat doar un succes mixt, iar adevăratul test abia urmează.

DIFICULTĂȚI FISCALE PE TERMEN MEDIU ȘI LUNG

Având în vedere dificultățile suplimentare pe care le generează îmbătrânirea populației, faptul că multe țări din zona euro nu au reușit să atingă sau să mențină poziții fiscale solide și să reducă ponderile datoriei publice reprezintă o preocupare majoră. Potrivit celor mai recente estimări ale Comisiei Europene și ale Comitetului de politică economică al UE, cheltuielile publice destinate pensiilor, sănătății și îngrijirii de lungă durată urmează să crească cu 4,7% din PIB între anii 2004-2050 pentru zona euro în ansamblu, în condițiile în care estimările pentru câteva țări au un nivel mult superior acestuia¹⁹. Se așteaptă ca numai o parte relativ modestă a acestor cheltuieli suplimentare să fie compensată de reducerea cheltuielilor destinate pentru plata ajutorului de șomaj și învățământ. Cele mai recente estimări ale OCDE sugerează că fiscalitatea ridicată datorată îmbătrânirii populației poate fi chiar mai mare decât s-a prevăzut anterior, îndeosebi în domeniul sănătății și al îngrijirii pe termen lung (Tabelul 5)²⁰. Consolidarea fiscală în majoritatea țărilor nu este suficientă pentru a face față acestor provocări, fiind necesare noi reforme sistemice și/sau parametrice, în special la nivelul sistemului de pensii²¹.

Dincolo de aceste aspecte, îmbunătățirea calității finanțelor publice în vederea promovării creșterii economice rămâne o problemă majoră a țărilor din zona UE. Reformele la nivelul sistemului fiscal și al celui de prestații sociale pot stimula creșterea populației ocupate și productivitatea muncii. De asemenea, a acorda prioritate eficienței cheltuielilor publice ar putea crea spațiul necesar pentru temperarea gradului de fiscalitate care se menține ridicat în multe dintre statele membre UE²².

Politicile fiscale orientate spre stabilitate reprezintă o condiție prealabilă pentru creșterea economică sustenabilă și buna funcționare a Uniunii Monetare, precum și pentru evitarea diferențialelor inutile între țări. Secțiunea următoare prezintă câteva caracteristici ale diferențialelor de creștere a producției reale și de inflație.

19 A se vedea Comisia Europeană (2006), *The long-term sustainability of public finances in the European Union*, Economia Europeană nr. 4.

20 A se vedea, OCDE, *Economic Outlook*, iunie 2007.

21 A se vedea articolul *Demographic change in the euro area: projections and consequences* din Buletinul lunar – octombrie 2006. A se vedea, de asemenea, A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger și T. Westermann, *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Studiul ocazional nr. 51 al BCE.

22 A se vedea articolul *The importance of public expenditure reform for economic growth and stability* din Buletinul lunar – aprilie 2006.

Tabel 5 Variațiile proiectate ale unor cheltuieli ca pondere în PIB datorate îmbătrânirii populației în perioada 2004-2050¹⁾

	Pensii (1)		Sănătate (2)		Îngrijire pe termen lung (3)		Total (1+2+3)	
	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE	CE/CPE	OCDE
Belgia	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Germania	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irlanda	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grecia	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
Spania	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Franța	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italia	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Cipru	12,9	n.a.	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	14,0	n.a.
Luxemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	n.a.	1,8	n.a.	0,2	n.a.	1,6	n.a.
Țările de Jos	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Austria	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugalia	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slovenia	7,3	n.a.	1,6	n.a.	1,2	n.a.	10,1	n.a.
Finlanda	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Zona euro²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Sursa: Comitetul de Politică Economică, Grupul de lucru pentru problema îmbătrânirii populației, ianuarie 2006 și OCDE (2007), *Economic Outlook*

Notă: ... = lipsă date

1) Reducerea modestă a cheltuielilor este posibilă datorită cheltuielilor mai reduse destinate învățământului și șomajului.

2) Exclusiv Grecia, Cipru, Malta și Slovenia.

Diferențialele macroeconomice sunt normale într-o uniune monetară

4.3 DIFERENȚIALELE ÎNTRE ȚĂRI

Evoluțiile macroeconomice generale din zona euro descrise și în Secțiunea 4.1 maschează o mare diversitate între țări. Secțiunea de față analizează această diversitate în primul rând din punct de vedere al diferențialelor de PIB real și, în al doilea rând, din punct de vedere al evoluțiilor prețurilor și costurilor între țările din zona euro²³.

Asemenea oricărei uniuni monetare, anumite diferențiale de creștere a producției reale și a inflației în zona euro sunt normale, de exemplu, cele legate de efectele de recuperare care se manifestă atunci când nivelul veniturilor unei țări recuperează diferența dintre aceasta și țări mai dezvoltate din uniunea monetară. Alte diferențiale pot, în schimb, să ridice probleme serioase dacă sunt persistente. Aceste diferențiale pot fi rezultatul unor politici economice naționale inadecvate, al unor rigidități structurale sau al proastei funcționări a mecanismului de ajustare în anumite țări, pe care autoritățile naționale trebuie să le remedieze. Diferențialele care se datorează absenței comerțului transfrontalier și integrării insuficiente trebuie eliminate prin implementarea completă a pieței unice. Pentru a evita situația în care o țară sau o regiune din zona euro – după ce a înregistrat un șoc specific – intră fie într-o perioadă prelungită de temperare a creșterii și de șomaj ridicat sau o perioadă de supraîncălzire a economiei, trebuie să existe mecanisme eficiente de ajustare. Politica monetară unică a BCE nu poate să reducă singură diferențialele de creștere și de inflație, dar contribuie la buna funcționare a UEM prin menținerea stabilității prețurilor în întreaga zonă euro.

CREȘTEREA PIB REAL ÎN ȚĂRILE DIN ZONA EURO

Diferențialele de creștere a producției în zona euro sunt modeste

Gradul actual al diferențelor la nivelul creșterii producției între țările din zona euro este moderat conform standardelor istorice sau în comparație cu alte uniuni monetare mari.

După cum s-a văzut în Graficul 4, dispersia ratelor de creștere a PIB real în țările care fac parte din Grupul celor 12 țări care au format zona euro în anul 2001, măsurată în funcție de deviația standard în termeni neponderați, fluctuează în jurul a 2 puncte procentuale și nu a prezentat niciun trend ascendent sau descendent în ultimii 35 de ani.

Gradul actual de dispersie a creșterii producției în interiorul zonei euro nu pare să difere semnificativ de cel observat între regiuni sau state din SUA (Graficul 4)²⁴.

Diferențialele de creștere sunt persistente...

În unele țări, ratele de creștere s-au menținut superioare mediei zonei euro de la începutul anilor '90 (Tabelul 6). În general, diferențialele de creștere a PIB real între economiile acestei zone au reflectat diferențele trendurilor de creștere persistente și într-o mai mică măsură, diferențele ciclice. Pe de altă parte, gradul de sincronizare a ciclurilor de afaceri în țările din zona euro a crescut de la începutul anilor '90.

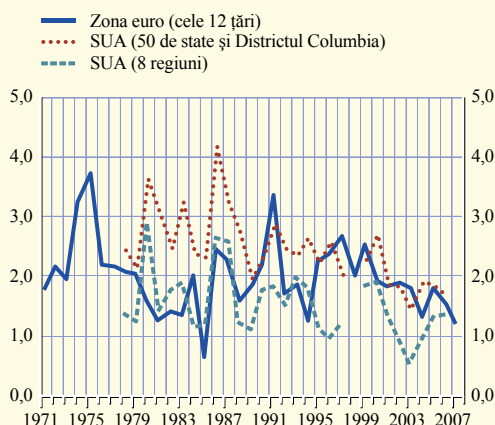
Aceste diferențiale persistente de creștere a producției în zona euro pot fi corelate, de exemplu, cu politicile structurale (inclusiv cu instituțiile), cu diferitele evoluții ale factorilor de ofertă și ale proceselor de convergență, precum și cu combinația șocurilor la nivel național și al funcționării mecanismelor de ajustare.

23 A se vedea articolul *Output growth differentials in the euro area: sources and implications* din Buletinul lunar – aprilie 2007.

24 Pentru o analiză cuprinzătoare a datelor privind diferențialele de creștere a producției, a se vedea N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi și N. Vidalis, *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, Studiul ocazional nr. 45/2006 al BCE.

Grafic 4 Dispersia creșterii PIB în țările din zona euro și state și regiuni din SUA

(deviație standard neponderată, puncte procentuale)



Sursa: Comisia Europeană și Biroul de analiză economică al SUA
Notă: Există o întrerupere în cele două serii de date ale SUA în perioada 1997-1999 (nu există date disponibile pentru anul 1998).

Tabel 6 Ratele de creștere a PIB în țările din zona euro

(variații procentuale anuale medii)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zona euro	2,3	2,0	2,2
Belgia	2,2	3,4	2,3
Germania	2,0	2,3	1,5
Irlanda	3,1	6,7	6,4
Spania	2,7	2,5	3,8
Grecia	0,8	1,7	4,1
Franța	2,5	1,7	2,1
Italia	2,6	1,4	1,4
Cipru	-	4,5	3,7
Luxemburg	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Țările de Jos	1,7	3,0	2,3
Austria	2,0	2,5	2,3
Portugalia	3,4	2,8	1,7
Slovenia	-	1,4	4,4
Finlanda	3,6	1,3	3,4

Sursa: Eurostat și Comisia Europeană
Notă: Datele pentru anul 2007 sunt estimări ale Comisiei Europene (previziuni pentru toamna anului 2007).

Diferențialele de creștere a producției pot să reflecte parțial un proces îndelungat de recuperare a țărilor cu venituri mici. Dintre țările membre ale zonei euro care fac parte din grupul țărilor cu venituri mici în anii '80, Irlanda, Grecia și Spania au înregistrat ulterior progrese considerabile, în timp ce, după momentul trecerii la euro, PIB pe locuitor al Portugaliei a scăzut în raport cu ansamblul zonei euro. Irlanda atinsese deja media zonei euro la sfârșitul anilor '90 și chiar a depășit-o cu mult în ultimii ani.

...parțial datorită procesului de recuperare și rigidităților de ajustare,...

Persistența acestor diferențiale de creștere a producției poate să reflecte într-o anumită măsură impactul prelungit al șocurilor economice și al politicilor structurale. Există puține dovezi care să indice faptul că oricare dintre șocurile comune majore din ultimii ani a fost prin el însuși un factor relevant care a contribuit la persistența diferențialelor de creștere a PIB real. În schimb, literatura empirică disponibilă indică faptul că șocurile specifice fiecărei țări și schimbările de politică, precum politicile fiscale și reformele structurale, au avut un rol mai important în producerea diferențialelor de creștere a producției în ultimii ani decât șocurile comune, iar efectele acestor factori pot fi foarte persistente²⁵.

...dar și politicilor fiscale și structurale

Funcționarea lentă a mecanismelor de ajustare poate accentua diferențialele de creștere a producției care rezultă din șocurile specifice fiecărei țări. Într-o uniune monetară precum zona euro, cu o monedă și o politică monetară unice, principalul mecanism de ajustare îl reprezintă – în absența unei mobilități ridicată a forței de muncă și a transferurilor fiscale între țări – comerțul transfrontalier sau competitivitatea²⁶. Un factor suplimentar de o natură puțin diferită îl constituie distribuția riscurilor²⁷. Dovezile disponibile arată că elementul competitivitate nu își exercită efectele decât după o perioadă relativ lungă în zona euro, date fiind rigiditățile structurale și lipsa implementării complete a pieței unice. Aceasta presupune că în replică la șocurile asimetrice, se observă diferențiale

25 Analize recente ale acestei probleme sunt prezentate în Giannone și L. Reichlin, *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, Studiul nr. 595/2006 al BCE și în A. Buisán și F. Restoy, *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, Studiul ocazional nr. 0504/2005 al Banco de España.

26 Canalul competitivității funcționează astfel: ulterior unui șoc salarial sau unui șoc care face ca producția unei țări să depășească potențialul, presiunile inflaționiste interne – asupra salariilor și a altor costuri interne – vor determina deteriorarea competitivității externe, ceea ce va conduce la scăderea progresivă a cererii externe pentru exporturile respectivei țări, astfel încât cererea externă mai mică va tinde să restabilească producția la nivelul ei potențial și să tempereze presiunile inflaționiste.

27 În principal, acest mecanism presupune următoarele: consumul nu trebuie să urmeze mișcările la nivelul producției deoarece consumatorii pot contracta credite în exterior.

mai mari de prețuri și de inflație, precum și creșterea șomajului regional decât în cazul în care integrarea economică și concurența internațională ar fi fost mai pronunțate.

DIFERENȚIALE DE INFLAȚIE ȘI DE CREȘTERE A COSTURILOR CU FORȚA DE MUNCĂ ÎNTRE ȚĂRILE DIN ZONA EURO

În zona euro, convergența reală este însoțită de dispersia redusă a inflației și a costurilor cu forța de muncă. Diferențialele de inflație între țările din zona euro s-au diminuat și în prezent se situează la niveluri similare celor din SUA. Dispersia inflației poate fi atribuită ajustărilor de echilibru și convergenței nivelurilor de preț. Acestea pot fi însă, de asemenea, atribuite rigidităților structurale și creșterii excesive a salariilor și, dacă se prelungesc, pot genera pierderi de competitivitate cu efecte nefavorabile asupra producției și ocupării forței de muncă.

Începând cu anii '90, gradul de dispersie a inflației în grupul celor 12 țări care au format zona euro în anul 2001 se caracterizează printr-un trend descendent puternic care s-a stabilizat începând cu anul 1998 (Graficul 5).

Graficul 5 prezintă o comparație cu SUA – o uniune monetară veche – și ilustrează faptul că începând cu anul 2004 dispersia ratelor inflației între cele 14 zone statistice urbane metropolitane a fluctuat aproape de nivelul apropiat celui pentru zona euro²⁸.

În perioada 1997-2007, inflația totală s-a redus în toate țările din zona euro în comparație cu perioada 1990-1998, exceptând Irlanda, Luxemburg și Țările de Jos unde a înregistrat o creștere (Tabelul 7). O clasificare a evoluției prețurilor arată că în cele mai multe dintre aceste economii, costurile interne reprezintă factorul cel mai important pentru diferențialele de inflație în raport cu

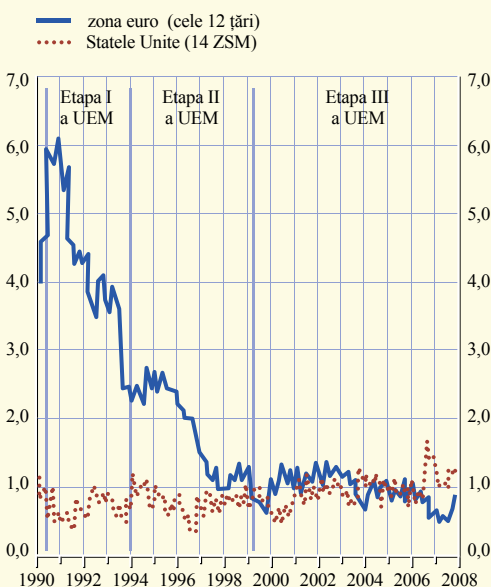
28 Cele 14 zone statistice metropolitane (ZSM) luate în calcul sunt: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco și Seattle.

Inflația totală s-a redus în zona euro

Diferențialele de inflație sunt modeste

Grafic 5 Dispersia ratelor anuale ale inflației între țările zonei euro și cele 14 zone statistice metropolitane (ZSM) începând cu anul 1990

(deviație standard neponderată, puncte procentuale)



Sursa: Calcule BCE pe baza statisticilor furnizate de Eurostat și US Bureau of Labor Statistics.

Tabel 7 Ratele inflației măsurate prin IPC/IAPC în țările din zona euro

(variații procentuale anuale medii)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Zona euro	7,6	3,0	2,1
Belgia	4,9	2,1	2,0
Germania	2,9	2,2	1,6
Irlanda	9,3	2,5	3,4
Grecia	19,5	11,8	3,2
Spania	10,2	4,4	3,1
Franța	7,4	2,1	1,8
Italia	11,2	4,4	2,3
Cipru	-	-	2,6
Luxemburg	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Țările de Jos	2,9	2,2	2,4
Austria	3,8	2,4	1,7
Portugalia	17,7	6,1	2,9
Slovenia	-	-	5,5
Finlanda	7,3	2,5	1,6

Sursa: BCE.

Notă: Datele referitoare la inflația IAPC, pe perioade anterioare pentru care există date, și inflația IPC anterioară acestor date. Datele pentru Slovenia sunt disponibile începând cu anul 1997. Poziția „Zona euro” reflectă modificarea structurii zonei euro.

Tabel 8 Inflația pentru perioada 1999-2007

(puncte procentuale medii anuale; cu referire la zona euro)

	Deflatorul cererii finale			Costuri unitare cu forța de muncă		
	Variația totală	Contribuții la variația totală		Variația totală	Contribuții la variația totală	
		Costuri interne	Costurile importurilor		Compensații	Productivitatea inversă a muncii
Belgia	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Germania	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Irlanda	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Grecia	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Spania	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Franța	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Italia	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Cipru	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luxemburg	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Țările de Jos	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Austria	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugalia	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Slovenia	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finlanda	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Sursa: Calcule BCE având la bază date furnizate de Comisia Europeană și Eurostat.

Notă: Acest tabel prezintă deviațiile la nivelul ritmului mediu de creștere a fiecărei variabile din media pentru zona euro. Cifrele din tabel pot fi interpretate astfel: luând ca exemplu Belgia, variația totală a deflatorului cererii finale a fost cu 0,3 puncte procentuale mai mare decât cea anuală pentru zona euro în perioada 1999-2007. Contribuția costurilor medii ale importurilor în Belgia față de zona euro a fost de 0,5 puncte procentuale pe an, în timp ce contribuția costurilor relative interne a fost de -0,2 puncte procentuale pe an în comparație cu variația cererii finale.

media zonei euro, pentru perioada 1999-2006 (Tabelul 8). Printre factorii interni, diferențialele de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, care sunt mai strâns legate de evoluțiile divergente ale salariilor decât de diferențialele de creștere a productivității muncii, par să fi jucat un rol important. Cu toate acestea, variațiile costurilor importurilor par să fi contribuit și ele la diferențialele de inflație.

Este normal să constatăm anumite diferențiale de inflație și de costuri într-o uniune monetară în care ajustarea prețurilor și a costurilor de echilibru este cel mai adesea asociată cu ajustarea prețurilor relative între regiuni și sectoare. Acest fenomen, care într-o anumită măsură reprezintă o caracteristică normală a procesului de recuperare sau mai general a diferențialelor de productivitate, poate genera diferențiale de inflație între regiunile și sectoarele unei uniuni monetare²⁹.

Diferențialele de inflație sunt relativ persistente în zona euro întrucât multe țări au menținut sistematic fie un diferențial de inflație pozitiv, fie negativ, în raport cu media zonei euro, pe o perioadă mai mare (Casetă 1).

Mai mulți factori, care sunt intrinsec legați, pot să explice existența diferențialelor persistente de creștere a inflației și a costurilor cu forța de muncă în zona euro³⁰. Se poate face deosebirea între factorii legați de convergență și integrarea europeană, cei care se referă la diferențele durabile sau persistente în structurile economice naționale și factorii care au relevanță pentru implementarea

**Diferențialele sunt normale
într-o uniune monetară**

29 A se vedea, printre alții, I. Angeloni și M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, Studiul BCE nr. 388 și F. Altissimo, P. Benigno și D. Rodríguez-Palenzuela (2004), *Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies*, prezentate la seminarul BCE *Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area*, Frankfurt, 13-14 decembrie 2004, lucrare disponibilă pe website-ul BCE (www.ecb.europa.eu).

30 A se vedea articolul *Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area* din Buletinul lunar – mai 2005.

politicilor fiscale, structurale și salariale sau pentru diverse răspunsuri regionale la politicile zonei euro.

Dacă este vorba despre prima categorie de factori (convergența și integrarea economică), implementarea pieței unice europene în prima jumătate a anilor '90 și introducerea monedei unice în anul 1999 au contribuit la reducerea accentuată a dispersiei nivelurilor prețurilor, în primul rând pentru bunurile tranzacționabile. Convergența prețurilor pentru bunurile tranzacționabile către un nivel comun pe termen lung explică, probabil, o parte a diferențialelor de inflație constatate în primii ani de existență a euro.

Este posibil ca diferențialele de inflație să fi fost generate, de asemenea, de convergența nivelurilor prețurilor pentru bunurile și serviciile netranzacționabile³¹. Acest efect de recuperare este adeseori asociat cu diferențialele de creștere între productivitatea sectorului bunurilor tranzacționabile și cel al bunurilor netranzacționabile sau, mai general, cu procesul de convergență a standardelor de viață (PIB pe locuitor) între economii. Astfel, potrivit efectului Balassa-Samuelson, în țările care prezintă diferențe pronunțate între sectoare, la nivelul productivității în raport cu alte economii (cu câștiguri de productivitate relativ mai mari în sectorul bunurilor tranzacționabile), creșterea salariilor și a inflației ar avea tendința de a se accentua și mai mult în cadrul sectorului bunurilor netranzacționabile. În cadrul unei uniuni monetare, unde cursul nominal de schimb nu se poate aprecia, acest tip de țară s-ar caracteriza printr-o inflație globală mai mare în termeni relativi. Cu toate acestea, dovezile empirice ale acestui efect sunt mixte.

În al doilea rând, diferențialele de inflație sau de prețuri pot proveni, de asemenea, din diferențele structurale normale, precum diversitatea preferințelor consumatorilor și diferențele expunerii unei țări la variațiile cursului de schimb al euro și ale prețurilor materiilor prime. Îndeosebi, diferențele în gradul de deschidere și la nivelul structurii comerțului internațional ar putea explica diferențialele de inflație.

În al treilea rând, atât politicile zonei euro, cât și cele regionale, sunt susceptibile de a influența gradul de diversitate într-o uniune monetară. De exemplu, politica fiscală poate să accentueze diferențialele de inflație prin utilizarea inadecvată a instrumentelor fiscale (Secțiunea 4.2.). Rigiditățile structurale și lipsa implementării pieței unice pot duce la diferențe de preț mai mari decât dacă concurența între țări și integrarea economică ar fi mai mari. Politicile structurale și salariale sunt aplicate la nivel național și regional și reprezintă, de asemenea, o sursă a diferențialelor de inflație. Astfel, într-o serie de țări din zona euro, clauzele privind indexarea salariilor cuprinse în diferite acorduri de negociere colectivă pot provoca întârzierea ajustărilor necesare și pot contribui la persistența diferențialelor de inflație prin creșterea inerției în țările respective.

31 Bunurile și serviciile netranzacționabile sunt, în mare măsură, comercializate pe plan local.

Caseta 1

ÎNȚELEGEREA INFLAȚIEI PERSISTENTE ȘI DETERMINANȚII DINAMICII SALARIALE

În afară de șocurile specifice la nivel național, diferențele potențiale de flexibilitate a prețurilor și salariilor între țări constituie o cauză principală a diferențialelor de inflație și de creștere. Pentru conducerea politicii monetare este crucială înțelegerea corectă a determinanților dinamicii prețurilor și ai salariilor în economiile zonei euro. Importanța acestui aspect a impus crearea a

două rețele la nivelul SEBC: rețeaua persistenței inflației (IPN) și rețeaua dinamicii salariale (WDN). Această casetă prezintă rezultatele principale obținute în cadrul acestor două rețele.

IPN și-a început activitatea în anul 2003 și a prezentat un raport al rezultatelor cercetărilor sale la conferința din decembrie 2004¹. IPN se bazează pe analiza macroeconomică, pe studierea detaliată a datelor microeconomice privind variațiile individuale atât ale prețurilor de consum, cât și ale prețurilor de producție, precum și pe sondajele companiilor menite să identifice principalii factori care influențează stabilirea prețurilor de către întreprinderi.

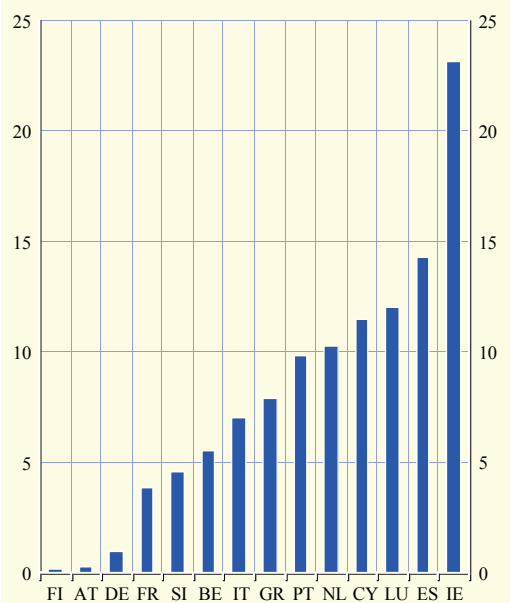
Principalele concluzii ale acestor analize sunt următoarele: în primul rând, în cadrul regimului monetar actual, persistența inflației este considerată moderată, contrar etapei precedente în care nivelul inflației era ridicat, iar anticipațiile nu erau suficient ancorate, astfel încât șocurile inflaționiste au avut tendința de a antrena variații de durată ale acesteia. În al doilea rând, conform datelor microeconomice privind variația prețurilor, prețurile de consum în zona euro par să rămână constante în comparație cu SUA. Astfel, prețurile individuale în zona euro se modifică de obicei la fiecare 12-15 luni, față de 6 luni în SUA. În al treilea rând, se constată diferențe între sectoare la nivelul formării prețurilor, dar nu există diferențe substanțiale în ceea ce privește frecvența variațiilor de preț între țări. Astfel, prețurile alimentelor și energiei se modifică mult mai frecvent decât cele ale serviciilor. În al patrulea rând, scăderile prețurilor sunt relativ frecvente (aproximativ 40% din modificările prețurilor de consum reprezintă reduceri de prețuri sugerând faptul că prețurile nu sunt supuse rigidității nominale în scădere, așa cum s-a considerat anterior). În al cincilea rând, sondajele relevă faptul că procesul de ajustare a prețurilor are, de regulă, două etape: revizuirea prețurilor de către întreprinderi și, ulterior, modificarea acestora. Revizuirile de prețuri sunt mult mai frecvente decât variațiile curente ale prețurilor. În ceea ce privește determinanții acestora din urmă, sondajul arată că aproximativ o treime din întreprinderile din zona euro își stabilesc prețurile conform unui calendar (politica de prețuri *time-dependent*), în timp ce o cincime își modifică prețurile atunci când anumite evenimente produc o deviație suficient de mare între prețul real și prețul dorit (politica de prețuri *state-dependent*). Restul întreprinderilor urmează o strategie mixtă. Atât rezultatele sondajelor, cât și analiza variațiilor individuale ale prețurilor sugerează faptul că volatilitatea costurilor între întreprinderi constituie un determinant important al frecvenței cu care se modifică prețurile. De exemplu, prețurile au tendința de a se modifica mai puțin frecvent în sectoarele în care salariile, care și ele prezintă tendința de a se menține constante, reprezintă o pondere ridicată a costurilor totale ale întreprinderilor.

Rezultatele IPN subliniază necesitatea explorării mai aprofundate a determinanților dinamicii salariale. Astfel, în anul 2006, a fost lansată rețeaua WDN care include, pe lângă specialiști din zona euro, și cercetători de la băncile centrale neparticipante. WDN lucrează în momentul de față pe patru direcții: analiza salariilor și a costurilor cu forța de muncă sectoriale și la nivel agregat, precum și interacțiunea acestora cu dinamica prețurilor, studiul datelor microeconomice privind salariile având ca scop determinarea naturii și magnitudinii rigidităților la nivelul salariilor și al pieței forței de muncă. WDN a lansat un sondaj la nivelul întreprinderilor, având ca scop identificarea mecanismelor principale care stau la baza practicilor de stabilire a salariilor. În cele din urmă, meta-analiza rezultatelor vizează tragerea principalelor concluzii ale cercetărilor și identificarea implicațiilor politicilor relevante. Rezultatele obținute de WDN au fost prezentate la o conferință în luna iunie 2008.

¹ A se vedea F. Altissimo, M. Ehrmann și F. Smets (2005), *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, Studiul ocazional nr. 46 al BCE.

Grafic 6 Indicii armonizați de competitivitate în țările zonei euro în perioada 1999-2007

(variații procentuale cumulate)

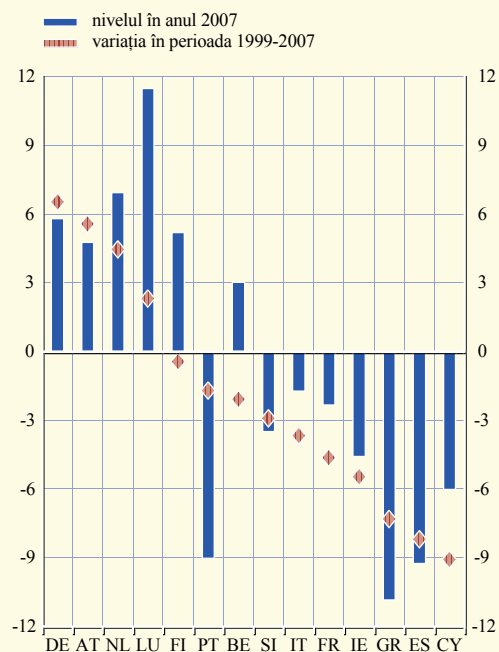


Sursa: Calcule BCE pe baza datelor furnizate de Eurostat.

Notă: Mediile ponderate calculate de BCE ale prețurilor relative deflate cu IAPC al țărilor din zona euro comparativ cu un grup compus din 44 de parteneri comerciali. Creșterea reflectă aprecierea efectivă reală, respectiv scăderea acestui indicator al competitivității naționale. Țările sunt prezentate în ordine crescătoare.

Grafic 7 Pozițiile contului curent în anul 2007 și variațiile cumulate în țările zonei euro în perioada 1999-2007

(ponderi în PIB și variații cumulate în puncte procentuale ca pondere în PIB)



Sursa: Calcule BCE pe baza datelor furnizate de Comisia Europeană.

Diferențialele pot genera pierderi de competitivitate și încetinirea ritmului de creștere a producției

Ca urmare a diferențialelor inflației persistente, țările din zona euro au înregistrat diferențe mari din punct de vedere al evoluției indicatorilor privind competitivitatea prețurilor la nivel național. Indicii armonizați de competitivitate (HCI), care sunt calculați pe baza mediilor ponderate ale prețurilor relative deflate cu IAPC, oferă o măsură comparabilă a competitivității¹ prețurilor individuale la nivelul țărilor zonei euro. Graficul 6 arată că, în perioada 1999-2007, Germania, Austria și Finlanda au înregistrat creșteri deosebit de modeste la nivelul HCI, înregistrând doar pierderi ușoare ale acestui indicator de măsurare a competitivității prețurilor, în timp ce Irlanda și Spania au consemnat creșteri deosebit de puternice la nivelul HCI. Evoluția costurilor unitare cu forța de muncă prezintă o situație eterogenă similară cu cea a evoluțiilor competitivității între țările din zona euro. Variațiile prețurilor sau ale costurilor relative reprezintă principalele canale de ajustare în cadrul zonei euro. Reducerea costurilor unitare cu forța de muncă nu reprezintă o politică de subminare a unei economii vecine, ci dimpotrivă, temperarea costurilor cu forța de muncă reduce presiunile inflaționiste, care tind să genereze rate mai mici ale dobânzilor pentru întreaga zonă euro. Temperarea susținută a costurilor are o influență favorabilă asupra ocupării structurale a forței de muncă, dincolo de efectul pozitiv al competitivității crescute și performanțele sectorului comercial. Pierderile persistente la nivelul competitivității prețurilor și al costurilor, dacă nu sunt asociate cu ajustările prețurilor și costurilor de echilibru, pot avea efecte nefavorabile asupra producției și populației ocupate, precum și asupra balanței comerciale și a contului curent (Graficul 7)².

1 A se vedea caseta *The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries* din Buletinul lunar – februarie 2007. În viitoarea serie extinsă a HCI, va fi util să se compare actuala serie de HCI având la bază evoluțiile prețurilor de consum cu indicatorii calculați pe baza deflatorilor care includ un număr mai mic de bunuri și servicii netranzaționabile ce pot fi într-o mai mare măsură asociați cu competitivitatea sectoarelor externe ale țărilor.

2 A se vedea caseta *Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective* din Buletinul lunar – iulie 2007.

În concluzie, persistența diferențialelor de inflație și de creștere pe orizonturi mai lungi de timp pot reprezenta, în multe cazuri, un fenomen de echilibru determinat de procesele de recuperare și/sau de diferențialele de tendință ale creșterii potențiale. Cu toate acestea, astfel de diferențiale pot provoca îngrijorare dacă sunt provocate de ineficiențele structurale sau de politicile asimetrice la nivel național (inclusiv politicile de stabilire a salariilor). Întrucât politica monetară și cea de curs de schimb nu mai reprezintă opțiuni disponibile în cadrul zonei euro, este important să se asigure funcționarea corectă a celorlalte mecanisme destinate ajustării la șocuri. Rigiditățile mecanismelor de stabilire a prețurilor și salariilor sau evoluțiile salariilor excesiv de mari pot întârzi ajustarea prețurilor relative la șocurile economice și pot genera un nivel înalt al inflației pe o perioadă lungă în unele țări. Aceasta ar putea contribui, de pe altă parte, la acumularea dezechilibrelor interne și a pierderilor de competitivitate la nivelul prețurilor și costurilor în zona euro, ceea ce ar face să scadă producția și ocuparea forței de muncă. Funcționarea eficientă a ajustărilor economice în zona euro necesită eliminarea barierelor instituționale din calea mecanismelor flexibile de stabilire a prețurilor și salariilor, finalizarea implementării pieței unice și astfel un grad mai mare de concurență atât intern, cât și transfrontalier (Secțiunea 4.1.) precum și politici fiscale prudente.

Politicile sănătoase prezintă, de asemenea, o mare importanță pentru acele țări care urmează să adere la zona euro. Extinderea zonei euro este tratată în secțiunea următoare.

4.4 EXTINDEREA ZONEI EURO

Această secțiune prezintă procesul de extindere a zonei euro începând cu anul 1999, descrie stadiul actual privind etapele viitoare ale extinderii zonei euro și clarifică necesitatea unei convergențe sustenabile, ca premisă pentru aderarea la zona euro (Capitolul 2).

CELE TREI ETAPE ALE EXTINDERII ZONEI EURO

După cum se menționează în Capitolul 2, de la adoptarea euro în anul 1999 de către 11 state membre UE, zona euro a cunoscut trei etape de extindere, numărul țărilor care fac parte din zona euro ajungând la 15.

ETAPELE VIITOARE ALE EXTINDERII ZONEI EURO

În prezent, sunt 12 țări membre UE care încă nu au adoptat euro și care prezintă diferențe notabile în ceea ce privește statutul lor juridic și stadiul procesului de convergență. Danemarca și Marea Britanie au un statut special datorită clauzei de exceptare, astfel încât gradul de convergență în vederea aderării la zona euro va fi evaluat numai la cererea acestor țări.

12 state membre UE
nu au adoptat încă euro

Toate celelalte zece țări (Bulgaria, Republica Cehă, Estonia, Letonia, Lituania, Ungaria, Polonia, România, Slovacia și Suedia) sunt state membre UE cu derogare. Aceasta înseamnă că țările menționate și-au luat angajamentul ca în cele din urmă să adopte euro. Totuși, momentul adoptării efective și traiectoria optimă a procesului de convergență în vederea adoptării euro trebuie analizate în funcție de fiecare țară.

Adoptarea euro face necesară menținerea monedei naționale a țării candidate în cadrul MCS II, fără tensiuni majore, timp de cel puțin 2 ani, înaintea evaluării convergenței și îndeplinirii celorlalte „criterii din Tratatul de la Maastricht”.

Tabel 9 Programele de integrare monetară ale statelor membre UE neparticipante la zona euro

Țara	Intențiile privind MCS II	Intențiile privind adoptarea euro
Bulgaria	Cât mai curând posibil.	Intenționează să adopte euro cât mai curând posibil.
Republica Cehă	Participare la MCS II pentru perioada minimă de 2 ani înainte de intrarea în UEM. Țintirea inflației va continua până la încheierea procesului de integrare. Gradul de pregătire pentru aderarea la MCS II și la zona euro este evaluat anual de către guvern și banca centrală.	Cea mai recentă actualizare a „Strategiei Republicii Ceha pentru aderarea la zona euro” aprobată de autoritățile ceha în august 2007 menționează că unele dintre premisele necesare pentru a beneficia de avantajele adoptării euro nu au atins încă parametrii necesari. Obstacolele principale se referă la necesitatea de a spori flexibilitatea economiei și la consolidarea politicii fiscale.
Danemarca	Participă	În prezent, nu are niciun program. La referendumul din septembrie 2000 privind adoptarea euro 53% din voturi au fost „împotriva”.
Estonia	Participă	Intenționează să adopte euro cât mai curând posibil.
Letonia	Participă	Intenționează să adopte euro cât mai curând posibil.
Lituania	Participă	Intenționează să adopte euro cât mai curând posibil.
Ungaria	Actualizarea Programului de convergență nu prevede o dată dorită pentru intrarea în MCS II. Programul prevede numai faptul că participarea la MCS II trebuie condiționată de refacerea credibilității fiscale.	Programul de convergență nu indică o dată pentru intrarea în zona euro.
Polonia	Participarea la MCS II numai pentru perioada minimă de doi ani. Nu există o țintă explicită pentru data intrării în MCS II.	Programul de convergență nu indică o dată pentru adoptarea euro.
România	Conform Programului de convergență elaborat în anul 2007, nu intenționează să intre în MCS II înainte de anul 2012. Intenționează să participe la MCS II numai pentru perioada minimă cerută înainte de adoptarea euro.	Nu înainte de 2014.
Slovacia	Participă	Intenționează să atingă valoarea fiscală de referință în anul 2007 și să adere la zona euro în anul 2009.
Suedia	În prezent, nu are planuri.	În prezent, nu are planuri. La referendumul din septembrie 2003 referitor la adoptarea euro 56% din voturi au fost „împotriva”.
Marea Britanie	În prezent, nu are planuri.	În momentul când vor fi îndeplinite cele cinci teste stabilite de către guvern.

Sursa: SBCE.

Cinci țări participă la MCS II

În prezent, cinci state membre UE din afara zonei euro participă la MCS II. Acestea au aderat la mecanismul MCS II la date diferite, unele având angajamente unilaterale privind cursul de schimb. La data de 1 ianuarie 1999, Danemarca a intrat în MCS II cu o bandă de fluctuație a cursului de schimb de $\pm 2,25\%$ față de paritatea centrală. La data de 28 iunie 2004, au aderat Estonia, Lituania (și Slovenia). Atât Estonia, cât și Lituania au intrat în MCS II cu o bandă de fluctuație a cursului de schimb de $\pm 15\%$ față de paritatea centrală. În plus, aceste țări au decis să mențină consiliul monetar ca angajament unilateral. La data de 2 mai 2005, Letonia a aderat la MCS II (împreună cu Cipru și Malta). Letonia, de asemenea, a decis să intre în MCS II cu o bandă de fluctuație de $\pm 15\%$ față de paritatea centrală, dar a continuat să mențină o bandă de fluctuație de $\pm 1\%$ ca angajament unilateral. În cele din urmă, la data de 25 noiembrie 2005, Slovacia a aderat la MCS II, participând cu un curs de schimb având o bandă de fluctuație de $\pm 15\%$ față de paritatea centrală.

În prezent, Bulgaria, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România și Suedia alcătuiesc grupul sator membre UE cu derogare care nu au intrat în MCS II (Tabelul 9).

NECESITATEA UNEI CONVERGENȚE DURABILE

Pentru a adera la zona euro, statele membre UE trebuie să îndeplinească o serie de criterii de convergență juridică și economică. Îndeplinirea criteriilor de convergență într-o manieră sustenabilă asigură unei țări integrarea fără sincope în uniunea monetară. Această abordare este fundamentată solid pe argumente economice. Odată ce o țară aderă la uniunea monetară, aceasta renunță la posibilitatea utilizării ratei dobânzii de politică monetară. Având în vedere faptul că deciziile privind politica monetară în cadrul UEM sunt luate în funcție de condițiile economice care prevalează în zona euro ca întreg, este necesară o convergență economică durabilă pentru a asigura o pregătire suficientă a economiei respectivei țări pentru uniunea monetară.

Introducerea euro poate fi spre avantajul substanțial al unei țări care a realizat o convergență sustenabilă. Avantajele includ eliminarea riscurilor aferente cursului de schimb în relația cu principalii parteneri comerciali, costuri reduse legate de tranzacții și informații, o protecție sporită față de anumite turbulențe financiare, precum și o reducere a primelor de risc și rate mai scăzute ale dobânzilor pe termen lung, datorită unui cadru credibil de politică fiscală și monetară. Atât pentru zona euro, cât și pentru UE, avantajul principal al extinderii zonei euro constă în finalizarea procesului de creare a pieței unice de bunuri, servicii și de capital. De aceste avantaje, însă, nu se poate beneficia în cazul adoptării premature a euro, care poate avea efecte negative asupra economiei unei țări. Diferențele în ceea ce privește ciclurile economice pot avea drept rezultat rate „suboptimale” ale dobânzii în context național (din perspectiva stabilizării economice, cât și a alocării de resurse) și producerea de „bule” sau „crize”. În absența unei convergențe durabile, o țară se poate confrunta cu probleme de competitivitate, care nu mai pot fi soluționate prin ajustarea cursului de schimb. Țara cu o flexibilitate a salariilor și a prețurilor insuficientă pentru a permite adaptarea la schimbările în domeniul competitivității și/sau la șocuri poate fi confruntată cu riscul unor pierderi economice pe o perioadă îndelungată. Pentru întreaga zonă euro, adoptarea prematură a euro ar putea avea drept consecință pierderea credibilității proiectului UEM.

Rapoartele de convergență ale BCE¹ subliniază faptul că aceasta trebuie realizată de o manieră durabilă și nu numai pentru un anumit moment. Din acest motiv, analiza de țară trebuie să prezinte detaliat sustenabilitatea convergenței. În acest sens, evoluțiile economice din țările respective sunt analizate retrospectiv, în principiu, pe perioada ultimului deceniu. Acest lucru facilitează stabilirea măsurii în care rezultatele actuale sunt determinate de ajustările structurale ca atare, care la rândul lor duc la o apreciere mai corectă a sustenabilității convergenței economice. În plus, în măsura în care acest lucru este posibil, se efectuează și o analiză anticipativă. În acest context, trebuie acordată o atenție deosebită faptului că sustenabilitatea evoluțiilor economice favorabile depinde esențial de reacțiile de politică adecvate și de durată la provocările existente și la cele viitoare. În general, trebuie subliniat că asigurarea sustenabilității convergenței economice depinde atât de o poziție de start solidă, cât și de politicile urmate după adoptarea euro.

Criteriile convergenței juridice obligă țara candidată la aderarea la zona euro să creeze cadrul juridic pentru participarea la uniunea monetară, independența băncii centrale fiind baza acestuia.

Criteriile de convergență economică obligă țările candidate să realizeze condițiile economice favorabile menținerii stabilității prețurilor și coerenței zonei euro. Analiza cuprinde evoluțiile prețurilor, balanța fiscală și ponderile datoriei, cursul de schimb și ratele dobânzilor pe termen

1 A se vedea Raportul de convergență al BCE – mai 2008.

lung, precum și alți factori. Pentru aplicarea acestor criterii sunt utilizate o serie de reguli generale:

1. Fiecare criteriu este interpretat și aplicat *stricto sensu*.
2. Criteriile reprezintă o abordare coerentă și integrată. Toate criteriile trebuie îndeplinite. Tratatul consideră criteriile ca fiind egale ca importanță și nu sugerează o ierarhie.
3. Criteriile trebuie îndeplinite pe baza datelor concrete.
4. Aplicarea criteriilor trebuie să fie consecventă, transparentă și simplă.
5. Convergența trebuie realizată pe o bază sustenabilă și nu numai la un anumit moment.

Odată ce o țară îndeplinește aceste criterii juridice și economice de o manieră sustenabilă, aceasta poate adera la zona euro. Totuși, adoptarea euro nu reprezintă încheierea procesului. Aderarea la zona euro nu reprezintă, în sine, o rețetă a succesului. Și după adoptarea euro, țările trebuie să urmeze politici adecvate pentru a prospera în zona euro (Secțiunile 4.1, 4.2 și 4.3).

4.5 PROVOCĂRI ȘI PERSPECTIVE

Secțiunile anterioare indică faptul că flexibilitatea economică și integrarea reprezintă o premisă pentru buna funcționare a zonei euro, având în vedere că economiile individuale sau regiuni din zona euro pot fi afectate de evoluții specifice. În plus, zona euro se confruntă permanent cu șocuri și provocări, de exemplu, în domeniul competiției pe plan mondial sau al evoluției prețurilor energiei. În același timp, politica monetară și de curs de schimb la nivel național nu mai pot reprezenta opțiuni disponibile de politică într-o uniune monetară. Pentru a evita situația în care, după producerea unui șoc asimetric, o țară sau o regiune din zona euro intră fie într-o perioadă prelungită de creștere economică modestă și rate înalte ale șomajului, fie într-o perioadă lungă de supraîncălzire a economiei, sunt necesare alte mecanisme de ajustare eficiente.

Recenta creștere a ratei de participare pe piața forței de muncă și a populației ocupate reprezintă evoluții încurajatoare, care indică faptul că reformele din trecut care vizau piața forței de muncă, imigrarea și temperarea ritmului de creștere a salariilor au contribuit la depășirea unor obstacole în calea creșterii economice generate de rigiditatea și reglementarea excesivă a pieței forței de muncă. Se confirmă astfel că politica monetară orientată spre stabilitatea prețurilor nu este în niciun caz în discordanță cu crearea de locuri de muncă sau rate scăzute ale șomajului, ci dimpotrivă. Totuși, în pofida acestui progres, majoritatea țărilor din zona euro sunt încă departe de a-și fi epuizat potențialul de sporire a ratelor de participare pe piața forței de muncă și a gradului de ocupare a forței de muncă. Obstacolele structurale generate de cadrul juridic și de reglementare rigid, nivelul înalt al impozitării forței de muncă, precum și rigiditățile asociate cu reglementările salariale, încă împiedică sau descurajează foarte multe persoane să participe activ pe piața forței de muncă și mențin rata de participare pe piața forței de muncă la un nivel extrem de modest, iar rata șomajului la un nivel mult prea înalt.

În consecință, pentru a majora numărul populației ocupate, productivitatea și rezistența la șocurile economice, este deosebit de important ca țările din zona euro să dezvolte o politică economică care să cuprindă mai multe direcții. În primul rând, referitor la politicile privind piața forței de muncă, guvernele și partenerii sociali trebuie să împartă responsabilitatea pentru ca stabilirea salariilor să țină în suficientă măsură seama de condițiile pe piața forței de muncă și să nu se pericliteze competitivitatea și ocuparea forței de muncă. În acest scop, partenerii sociali trebuie să ia în considerare condițiile diferite existente la nivel de întreprindere și de sector al economiei și să atenueze consecințele acordurilor salariale asupra competitivității și prin urmare asupra ocupării forței de muncă, la nivel de întreprindere, ramură, sector al economiei sau regiune. O diferențiere salarială suficientă poate îmbunătăți posibilitățile de angajare ale persoanelor cu nivel scăzut de

Mecanismele de ajustare trebuie să fie mai eficiente

.... pentru buna funcționare a zonei euro

S-au realizat progrese, dar este necesară în continuare implementarea de reforme

Diferențele salariale favorizează creșterea populației ocupate

calificare și în regiunile sau sectoarele cu rate înalte ale șomajului. Reglementarea excesivă, cum ar fi salariul minim, subminează crearea de locuri de muncă, în special pentru persoanele tinere și cele mai puțin calificate, precum și pentru persoanele care se confruntă cu probleme legate de pătrunderea pe piața forței de muncă.

În al doilea rând, buna funcționare a mecanismelor de ajustare prin intermediul piețelor forței de muncă trebuie să fie însoțită de finalizarea procesului de creare a unei piețe unice în special în domeniul serviciilor și al industriilor de rețea. O integrare mai profundă a piețelor ar stimula flexibilitatea prețurilor prin favorizarea concurenței și deschiderea piețelor de bunuri și servicii. O concurență transfrontalieră mai intensă și integrarea piețelor țărilor din zona euro ar contribui la scăderea prețurilor. De asemenea, procesul de ajustare în diverse țări din zona euro ar fi înlesnit în cazul unor șocuri specifice unei regiuni sau unei țări ori în cazul unor evoluții ciclice divergente, evitându-se astfel nivelurile excesive ale șomajului regional.

**Trebuie finalizat
procesul de creare a
pieței unice**

În al treilea rând, autoritățile naționale pot contribui substanțial la buna funcționare a mecanismelor de ajustare în zona euro prin aplicarea unei politici fiscale sustenabile bine elaborate, în concordanță cu prevederile Pactului de stabilitate și creștere. În plus, politica fiscală poate și trebuie să favorizeze creșterea economică pe termen lung, prin îmbunătățirea calității cheltuielilor și minimizarea elementelor la nivelul politicilor fiscale care au un efect descurajator asupra activității economice. În acest context, este deosebit de important ca autoritățile fiscale să se pregătească să facă față provocărilor legate de îmbătrânirea populației. Cheltuielile publice substanțiale și ineficiente pot frâna activitatea economică prin creșterea fiscalității și direcționarea de resurse către scopuri neproductive. În mod similar, prețurile administrate crescute, impozitele indirecte și salariile minime au tendința de a accentua presiunile inflaționiste, făcând mai dificilă implementarea politicii monetare.

**Sunt importante politicile
fiscale sănătoase și un nivel
scăzut al impozitării**

În al patrulea rând, în contextul Strategiei Lisabona, trebuie implementate reformele necesare îmbunătățirii perspectivelor de creștere economică pe termen lung în zona euro și creșterii gradului de ocupare a forței de muncă și a productivității. Aplicarea acestora ar favoriza mecanismele de ajustare în țări, regiuni sau sectoare, constituind astfel un factor important în creșterea rezistenței generale la șocurile economice în zona euro.

**Strategia Lisabona continuă
să aibă prioritate**

În al cincilea rând, trebuie monitorizate cu atenție evoluțiile la nivelul competitivității prețurilor și al costului unitar cu forța de muncă în economiile din zona euro. Pierderile persistente de competitivitate a costurilor relative pot fi asociate și cu o serie de rigidități structurale care conduc la inerție în formarea prețurilor și salariilor și la creșterea excesivă a costului cu forța de muncă. Dacă și când sunt identificate asemenea fenomene, este important ca toate părțile implicate (sectorul privat, partenerii sociali și autoritățile publice naționale) să ia decizii cât mai eficiente, pentru a se evita pierderile relative de competitivitate, care nu s-ar justifica din punct de vedere economic și care ar submina creșterea economică și crearea de locuri de muncă în viitor.

În cele din urmă, țărilor care intenționează să adere la zona euro li se recomandă să ia în considerare aceste provocări referitoare la procesul de convergență și să fie bine pregătite în momentul aderării.

**Trebuie monitorizată
evoluția competitivității**

5 IMPACTUL MONEDEI EURO ASUPRA SCHIMBURILOR COMERCIALE ȘI FLUXURILOR DE CAPITAL ȘI ROLUL INTERNAȚIONAL AL ACESTEIA



Începând cu anul 1998, zona euro a cunoscut o și mai mare deschidere față de restul lumii, conform schimburilor comerciale și poziției investiționale internaționale. În același timp, au crescut și fluxurile comerciale și de capital dintre țările din zona euro. Schimburile comerciale de bunuri și servicii din zona euro s-au majorat cu aproximativ 10 puncte procentuale în raport cu PIB, evoluție care poate fi parțial atribuită creării monedei euro. Moneda unică a favorizat și concurența și convergența prețurilor din zona euro, fenomen care, potrivit așteptărilor, va continua și în viitor. În ceea ce privește fluxurile de capital, euro a sprijinit investițiile străine directe (ISD), în special activitățile de fuziuni și achiziții (F&A) transfrontaliere din industria prelucrătoare, precum și fluxurile de portofoliu între țările din zona euro. Mai mulți factori asociați cu moneda euro, precum eliminarea riscului de curs de schimb, reducerea costului de capital, întrebuițarea unor platforme de negociere comune și fuziunea burselor naționale (de exemplu Euronext), au favorizat intensificarea circulației capitalurilor între țările din zona euro. O altă dimensiune a monedei euro se referă la utilizarea acesteia în afara granițelor zonei euro. În ultimii zece ani, rolul monedei euro pe piețele internaționale a crescut într-o oarecare măsură, în pofida unei evoluții progresive, care se pare că s-a stabilizat pe unele segmente ale pieței. În plus, rolul monedei unice pe plan internațional este concentrat din punct de vedere geografic în regiunile limitrofe zonei euro. Aceste dimensiuni internaționale ale zonei euro subliniază nevoia de dialog strâns între Eurosistem și băncile centrale din alte regiuni ale lumii, dialog care are loc prin intermediul unor canale bilaterale și multilaterale. Acest capitol este structurat după cum urmează: Secțiunea 5.1 analizează impactul monedei euro asupra schimburilor comerciale și competitivității zonei euro, iar Secțiunea 5.2 pune accentul pe impactul monedei unice asupra fluxurilor internaționale de capital. Secțiunea 5.3 analizează evoluția rolului internațional al monedei euro, iar Secțiunea 5.4 abordează cooperarea internațională a zonei euro, punând accentul pe rolul BCE.

5.1 SCHIMBURILE COMERCIALE DE BUNURI ȘI SERVICII ALE ZONEI EURO

Economia zonei euro este relativ deschisă, în special în comparație cu alte două mari economii importante ale lumii: economia Statelor Unite și economia Japoniei. În anul 2006, valoarea combinată a importurilor și exporturilor de bunuri și servicii a fost de aproximativ 42% din PIB, comparativ cu aproape 32% în cazul Japoniei și 28% în cazul Statelor Unite. Zona euro a reprezentat 18% din valoarea exporturilor mondiale, față de aproximativ 12% în cazul Statelor Unite, 6% în cazul Japoniei și 10% în cazul celor mai mari zece țări exportatoare de petrol. În plus, gradul de deschidere a zonei euro a crescut semnificativ din 1998 (cu 11 puncte procentuale), în special ca urmare a creșterii rapide a schimburilor comerciale cu noile state membre ale Uniunii Europene și China.

Începând cu anul 1998, schimburile comerciale între țările din zona euro s-au intensificat puternic. Valoarea exporturilor și importurilor de bunuri în cadrul zonei euro s-a majorat de la aproximativ 26% din PIB în 1998, anul care a precedat introducerea euro, la 33% din PIB în 2007. În paralel, au crescut și schimburile de servicii în zona euro, de la un nivel de 5% la 7% din PIB. În anul 2007, schimburile dintre țările din zona euro au reprezentat aproximativ jumătate din schimburile comerciale totale ale zonei euro.

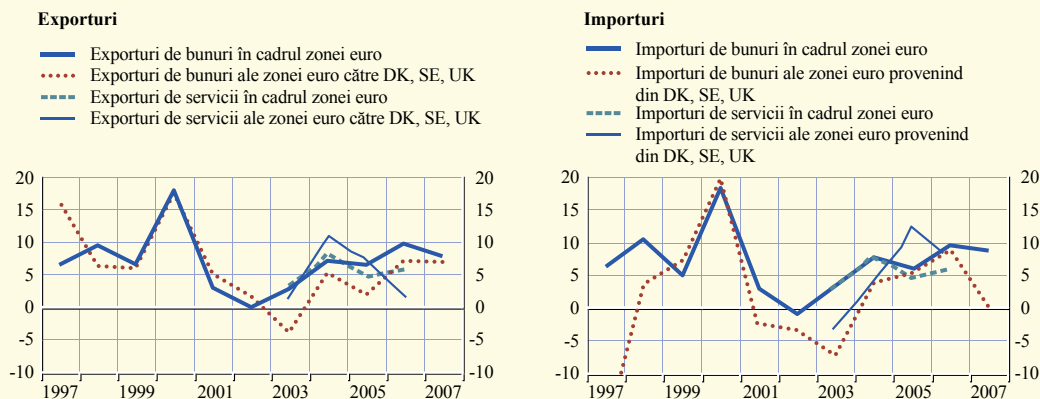
Evoluția schimburilor comerciale ale zonei euro cu Danemarca, Suedia și Marea Britanie relevă o intensificare a relațiilor comerciale la nivelul țărilor din zona euro, ca urmare a evoluției monedei euro, pe lângă efectele pozitive generate de continuarea procesului de integrare UE într-o piață unică. Începând cu anul 1998, creșterea anuală a exporturilor de bunuri ale zonei euro către cele trei țări membre UE15 care nu au adoptat euro a consemnat în medie un nivel mai mic cu 3% decât expansiunea anuală a exporturilor din cadrul zonei euro. În același timp, creșterea importurilor din aceste țări a înregistrat în medie un nivel cu 2% mai scăzut decât expansiunea importurilor din cadrul regiunii. În ceea ce privește serviciile, majorarea anuală a fluxurilor din cadrul zonei euro a

Economia zonei euro este relativ deschisă comparativ cu cea a Statelor Unite și cea a Japoniei

Schimburile comerciale din cadrul zonei euro au crescut puternic din 1998

Grafic 1 Evoluția schimburilor comerciale din zona euro în comparație cu schimburile comerciale ale zonei euro cu Danemarca, Suedia și Marea Britanie, 1996-2007

(valori: creștere anuală)



Sursa: Eurostat și calcule BCE.

Notă: Estimările pentru anul 2007 se bazează pe datele aferente semestrului I 2007. Datele referitoare la schimburile de servicii nu sunt disponibile decât începând cu anul 2002.

fost de fapt inferioară celei înregistrate de schimburile comerciale cu cele trei țări din afara zonei euro, posibil ca urmare a creșterii nivelului de specializare înregistrat de Marea Britanie în sectorul serviciilor și menținerii unui grad foarte ridicat de fragmentare în cazul pieței interne a serviciilor UE (Graficul 1).

În cele ce urmează, vom analiza mai amănunțit impactul Uniunii Economice și Monetare (UEM) prin prisma mai multor studii empirice pentru a face distincție între efectele stimulative ale monedei euro asupra schimburilor comerciale și cele generate de alte evoluții majore în ultimii zece ani (inclusiv, de exemplu, continuarea integrării UE și menținerea ritmului alert al globalizării).

EPECTELE STIMULATIVE ALE MONEDEI EURO ASUPRA SCHIMBURILOR COMERCIALE DE BUNURI

Menținând aceleași date ale problemei, se așteaptă ca formarea unei uniuni monetare să stimuleze schimburile comerciale dintre membrii săi prin eliminarea volatilității cursului de schimb și astfel prin îndepărtarea incertitudinii privind rentabilitatea și profitul ca urmare a fluctuațiilor cursului de schimb. Pe lângă impactul exercitat de volatilitatea cursului de schimb, schimburile comerciale din zonă pot fi stimulate suplimentar și ca urmare a constituirii unei uniuni monetare și valutare – așa-numitul *Rose effect*¹.

În ultimii ani, tot mai multe studii empirice au investigat impactul monedei euro asupra schimburilor de bunuri, efectul asupra serviciilor nefiind încă măsurat datorită disponibilității limitate a datelor necesare. Există un punct de vedere general comun conform căruia euro a avut o influență pozitivă asupra schimburilor comerciale din zona euro. Totuși, evaluările privind amploarea acestei influențe au oferit rezultate foarte eterogene, în mare parte datorită adoptării unor metodologii diferite de analiză. În prezent, economiștii par să fi ajuns la un consens: moneda unică a stimulat intensificarea schimburilor comerciale ale țărilor din zona euro în medie cu 2-3 puncte procentuale². Această evaluare este în conformitate cu datele preliminare din Graficul 1. În schimb, este posibil ca estimările anterioare, care indică o influență mai mare, să fie într-o oarecare măsură supraevaluate.

1 Așa-numitul *Rose effect* a fost denumit astfel după numele lui Andrew Rose, un economist care a sugerat pentru prima oară că uniunile monetare ar putea contribui la expansiunea volumului de schimburi comerciale din cadrul zonei euro dincolo de efectul pozitiv datorat eliminării volatilității cursului de schimb. Rose, Andrew K., 2000, *One money, one market: the effect of currency unions on trade*, Economic Policy 30, 7-46.

2 A se vedea, de exemplu, Bun M. și Klassen F. (2007) *The euro effect on trade is not as large as commonly thought*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 69, 4.

Schimburile comerciale între țările din zona euro au crescut în medie cu 2 - 3% datorită euro

Numărul mic de observații disponibile anterior cu privire la perioada UEM a îngreunat până de curând identificarea efectelor monedei euro asupra schimburilor comerciale, a celor exercitate de piața unică UE și a dezvoltării generale a relațiilor comerciale dintre zona euro și restul lumii.

La nivel de sector, eliminarea incertitudinii datorate fluctuațiilor de curs de schimb din țările din zona euro a stimulat schimburile comerciale în toate sectoarele. În schimb, așa-numitul *Rose effect*, respectiv stimularea suplimentară, ca urmare a creării monedei unice, se produce în principal în sectoare precum cel al mașinilor și cel al bunurilor de consum foarte diferențiate, cum ar fi alimentele și produsele aferente³. Majoritatea acestor sectoare au costuri ridicate de intrare pe piață pentru exportatori, ceea ce sugerează că reducerea acestor costuri reprezintă un canal prin intermediul căruia este posibil ca euro să fi contribuit la fluxurile comerciale ale zonei euro.

Analiza în derulare privind exporturile firmelor sprijină acest punct de vedere, indicând că inițial moneda euro a contribuit la creșterea numărului și diversității produselor exportate în cadrul zonei euro mai degrabă decât la majorarea volumului de articole deja exportate înainte de 1999. În plus, este posibil ca moneda unică să fi afectat relațiile comerciale și prin modificarea comportamentului de stabilire a prețurilor al exportatorilor din zona euro. Informațiile disponibile sugerează că în urma creării euro, înlesnirile pentru companii de a-și împărți piețele din zona euro prin aplicarea unor prețuri specifice fiecărei țări s-au redus⁴. În paralel, euro a contribuit și la convergența prețurilor la nivelul țărilor membre ale zonei euro⁵. Pe ansamblu, euro pare să fi diminuat costurile de tranzacție și pe cele fixe suportate de firmele din zona euro, economiile acestora fiind resimțite parțial de consumatori, prin intermediul unor prețuri mai mici.

EURO ȘI COMPETITIVITATEA ZONEI EURO

În ceea ce privește impactul UEM asupra competitivității firmelor din zona euro și a capacității acestora de a juca un rol important pe piețele internaționale, studiile recente arată contribuția euro la sporirea competitivității firmelor prin înlesnirea schimburilor comerciale ale țărilor din zona euro și prin favorizarea integrării pieței unice a UE. Țările din zona euro sunt considerate a fi baze de export mai bune, care atrag un număr mai mare de firme din țările vecine. Extinderea zonei euro și o mai bună integrare a acesteia, pe lângă faptul că permit firmelor să își diversifice gama de operațiuni la costuri marginale mai mici, tind de asemenea să fie asociate cu o competiție mai strânsă și, astfel cu o mai mare varietate de produse, cu o productivitate mai ridicată și cu prețuri mai mici⁶.

Astfel – menținând aceleași date ale problemei – euro a favorizat eficiența în zona euro și a sporit competitivitatea țărilor membre pe piețele internaționale. Totuși, impactul la nivelul țărilor din zona euro poate să varieze datorită diferențelor privind calitatea instituțiilor și accesul la tehnologie, studii și dezvoltare.

Pe fondul intensificării competiției în cadrul zonei euro, apariția la nivel mondial a unor țări competitive atât din punct de vedere al prețurilor, cât și al costurilor, în calitate de exportatori semnificativi, a sporit de asemenea gradul de competiție externă cu care se confruntă țările din zona euro⁷. De exemplu, în

Este posibil ca euro să fi determinat reducerea costurilor firmelor din zona euro și scăderea prețurilor la bunurile comercializate

Euro a contribuit la sporirea competitivității firmelor

Țările din zona euro se confruntă cu o concurență sporită privind costurile pe plan mondial

3 Pentru informații privind studiile pe sectoare, a se vedea, de exemplu: Baldwin R., Skudelny F. și Taglioni D. (2005) *The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies*, Studiul nr. 446 al BCE; De Nardis S., De Santis R. și Vicarelli C. (2007) *The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?*, ISAE.

4 A se vedea, de exemplu, Berthou A. și Fontagné L. (2008) *The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data*, CEPII; precum și Méjean I. and Schwellnus C. (2007) *Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?*, CEPII.

5 A se vedea, de exemplu, Allington N., Kattuman P. și Waldman F. (2005) *One market, one money, one price?*, Journal of Central Banking p. 73-115.

6 Ottaviano G., Taglioni D. și di Mauro F. (2007) *Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union*, Studiul nr. 847 al BCE.

7 A se vedea, de exemplu, articolul intitulat *Globalisation, trade and the euro area macroeconomy* din Buletinul lunar – ianuarie 2008 și F. di Mauro și R. Anderton (2007) *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press.

ultimul deceniu, China și-a majorat cota de piață deținută pe piața exporturilor, într-un ritm mediu de aproape 13% pe an (Graficul 2). Aceasta pare să fie în contrapartidă cu reducerile înregistrate de cotele de piață deținute pe piața exporturilor de zona euro (1,7% anual) și de celelalte țări exportatoare principale în aceeași perioadă (reducerile anuale variind de la 1,2% la 1,7%). Cu toate acestea, în cazul zonei euro pierderile nu au fost uniforme. Există diferențe la nivel individual între economiile din zona euro, excepție făcând Irlanda și Germania, în condițiile în care cotele lor de piață s-au majorat în ultimul deceniu. De asemenea există diferențe în funcție de ani, cele mai semnificative pierderi fiind concentrate în perioada 2002-2004 care corespunde cu aderarea Chinei la Organizația Mondială a Comerțului.

Cote de piață mai mari pentru zona euro pe segmentele tradiționale producătoare de bunuri de calitate superioară

Pierderile înregistrate de cota de piață deținută de zona euro pe piața exporturilor reprezintă parțial o ajustare mecanică la apariția noilor concurenți care au costuri salariale mai scăzute. Totuși, într-o oarecare măsură, acestea pot reflecta și specializarea zonei euro în ceea ce privește exporturile. În special, anumite țări din zona euro par mult mai specializate în sectoarele care se bazează pe forța de muncă, în care economiile emergente dețin un avantaj comparativ evident. Într-o notă mai pozitivă, conform analizelor recente, în ultimul deceniu țările din zona euro și alte țări membre UE au câștigat cote de piață și în sectoarele tradiționale producătoare de bunuri cu valoare adăugată mare, ceea ce contrastează cu activitatea lor relativ mai redusă de pe alte segmente de export⁸.

5.2 FLUXURI INTERNAȚIONALE

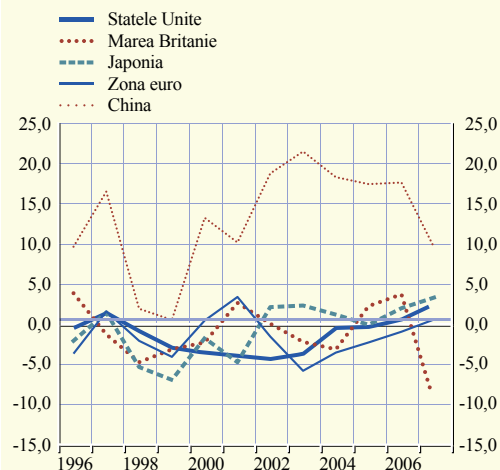
Zona euro este „deschisă” pe plan financiar în special de la lansarea euro

Zona euro este, de asemenea, relativ deschisă din perspectivă financiară, activele și pasivele internaționale depășind 150% din PIB în 2006 față de aproximativ 115% în cazul Statelor Unite și 90% în cazul Japoniei. În plus, deschiderea financiară externă a zonei euro a crescut semnificativ în ultimii ani, activele și pasivele acesteia majorându-se cu aproape 60% din PIB în perioada 1999-2006 față de restul lumii.

La nivel individual, țările din zona euro sunt considerabil mai deschise decât zona euro pe ansamblu, date fiind investițiile străine directe semnificative și activitatea de portofoliu care s-a derulat de asemenea între membrii zonei euro. De exemplu, 57% din fluxurile internaționale de investiții străine directe în perioada 2000-2005 s-au datorat țărilor din zona euro – fie în calitate de beneficiari, fie în calitate de surse de investiții. În tot acest timp, rezidenții zonei euro au deținut 34% și 44% la nivel mondial din portofoliile internaționale de acțiuni și obligațiuni în perioada 2001–2006. Având în vedere că PIB al zonei euro reprezintă numai aproximativ un sfert din PIB mondial, aceste aspecte sugerează posibilitatea ca euro să fi jucat un rol important în aceste mișcări de capital, în special între țările din zona euro.

Grafic 2 Variații anuale la nivelul cotei de piață a exporturilor: zona euro, Marea Britanie, Statele Unite, Japonia și China

(volum, puncte procentuale)



Sursa: Calcule BCE.

Notă: Variațiile anuale la nivelul cotei de piață a exporturilor sunt calculate ca diferența dintre rata anuală de creștere a exporturilor și cererea externă (cererea externă fiind definită ca suma ponderată cu exporturile, specifică fiecărei țări, dintre importurile străine de bunuri și servicii).

Ultima observație se referă la anul 2007.

⁸ L. Fontagné, G. Gaulier și S. Zignago (2008) *Specialization Across Varieties and Northsouth Competition*, Economic Policy, vol. 23 ediția 53, p. 51-91.

Următoarele două subsecțiuni prezintă eventualele efecte ale euro asupra ISD, activității F&A și investițiilor de portofoliu.

IMPACTUL UEM ASUPRA INVESTIȚIILOR STRĂINE DIRECTE ȘI INDIRECTE ȘI ASUPRA FUZIUNILOR ȘI ACHIZIȚIILOR

Firmele se pot extinde în străinătate, realizând investiții fizice în altă țară sau fuzionând ori achiziționând o firmă străină existentă. Astfel, ISD pot aduce unei firme noi piețe și rețele de vânzare, permițându-le totodată și accesul la o tehnologie nouă și la produse și calificări noi. În cazul unei țări gazdă sau al unei firme străine care primește aceste fonduri, ISD pot constitui o sursă de tehnologii noi, de capital, de procedee industriale, de produse, de metode de organizare și de experiență, și astfel pot stimula puternic dezvoltarea economică. Pe ansamblu, ISD pot spori eficiența atât în țările de origine, cât și în țările gazdă.

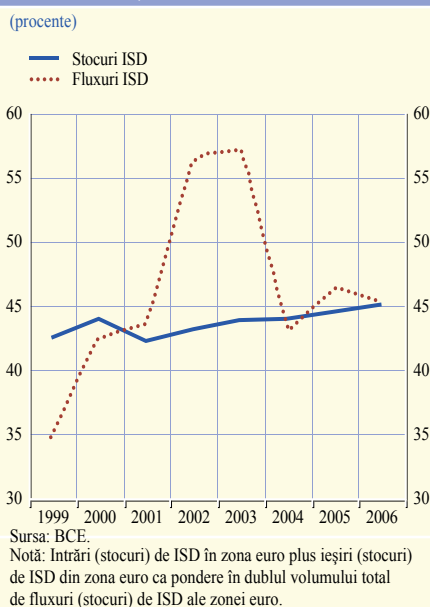
Integrarea economică și financiară europeană pare să fi acționat ca un magnet pentru activitatea ISD îndeosebi în industria prelucrătoare, în timp ce între țările din zona euro a crescut numărul de fluxuri ISD. De exemplu, ponderea fluxurilor ISD din cadrul zonei euro raportată la numărul total de ISD ale zonei euro s-a majorat de la 35% în 1999 la 45% în 2006 (Graficul 3). Un trend pozitiv poate fi de asemenea observat analizând stocurile ISD, în condițiile în care stocul ISD din cadrul zonei euro a crescut de la aproximativ 43% în 1999 la 45% în 2006 ca pondere în total ISD ale zonei euro.

Având în vedere că activitatea ISD constă în cea mai mare parte în F&A, țările din UE15 și Statele Unite fiind cei mai mari jucători, analiza activității transfrontaliere de F&A oferă informații suplimentare privind impactul euro asupra activității ISD.

Ponderea F&A transfrontaliere din industria prelucrătoare în cadrul zonei euro raportată la numărul total de F&A din acest sector ale zonei euro a crescut de la 20% în perioada 1993 - 1998, anterioară UEM, până la 35% în următorii șase ani, în perioada 1999-2004, după înființarea UEM. Totodată, firmele de prelucrare din Canada, Japonia, Norvegia și Statele Unite și-au majorat ponderea fuziunilor cu firmele din zona euro (Graficul 4). În schimb, analizând serviciile, ponderea F&A în cadrul zonei euro s-a redus de la 37% la 27% în aceeași perioadă, în timp ce alte țări și-au majorat ponderea F&A privind activele din zona euro (Graficul 4).

Întrebarea-cheie este dacă UEM a jucat un rol în această evoluție. Pe lângă eliminarea riscului de curs de schimb, este posibil ca introducerea euro să fi declanșat unele mecanisme favorabile ISD: (i) reducerea costurilor tranzacțiilor și a costurilor fixe, (ii) diminuarea costurilor aferente operațiunilor cu capital, finanțării prin intermediul obligațiunilor și finanțării bancare, și (iii) influența schimburilor comerciale asupra ISD, în măsura în care atât fluxurile ISD din zonă, cât și cele din afara acesteia, sunt corelate cu schimburile comerciale. Este posibil ca toți acești factori să fi facilitat realocarea capitalului între țările din zona euro.

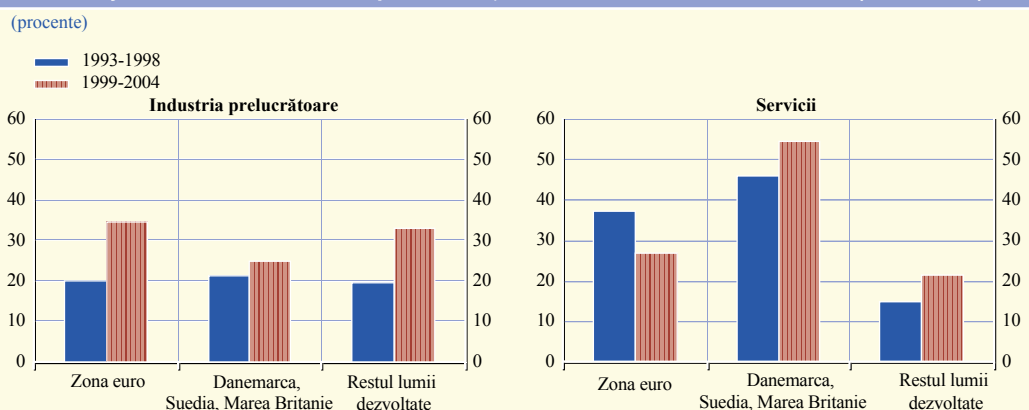
Grafic 3 ISD în cadrul zonei euro ca pondere în volumul total de ISD ale zonei euro, 1999-2006



Expansiune puternică a fluxurilor ISD între țările din zona euro din 1999 ...

... în special în cazul F&A din industria prelucrătoare

Grafic 4 Activitatea transfrontalieră de fuziuni și achiziții (F&A) în industria prelucrătoare și în sectorul serviciilor prin achiziționarea de active din zona euro (1993-2004)



Sursa: Thomson Financial.

Notă: „Zona euro” este raportul dintre activitatea transfrontalieră de fuziuni și achiziții (F&A) din cadrul zonei euro și suma dintre activitatea transfrontalieră de F&A din cadrul zonei euro și cea din afara zonei euro. „Danemarca, Suedia și Marea Britanie” este raportul dintre activitatea de F&A a Danemarcei, Suediei și Marii Britanii privind firmele din zona euro și totalul operațiunilor transfrontaliere de F&A ale acestora. „Restul lumii dezvoltate” este raportul dintre operațiunile transfrontaliere de F&A ale Canadei, Japoniei, Norvegiei și Statelor Unite privind firmele din zona euro și totalul operațiunilor transfrontaliere de F&A ale acestora.

Se estimează o creștere de aproximativ 15% a fluxurilor ISD în cadrul zonei euro datorită euro

Mai multe studii empirice au investigat impactul euro asupra ISD⁹. Rezultatele sugerează că euro a contribuit la creșterea numărului de ISD în țările din zona euro, dincolo de efectele pozitive generate de piața unică a UE. Pe ansamblu, efectul pozitiv mediu al euro asupra fluxurilor ISD agregate din cadrul zonei euro este estimat la aproximativ 15%, în timp ce impactul euro asupra fluxurilor ISD din afara zonei euro către țările din zona euro se situează la aproximativ 7%. Aceste rezultate par să fie în concordanță cu cele prezentate în Graficul 3.

Moneda euro pare să fi produs cele mai multe efecte în industria prelucrătoare. Estimările sugerează că, în medie, euro a contribuit la extinderea activităților de F&A transfrontaliere din industria prelucrătoare în cadrul zonei euro cu aproximativ 160%¹⁰. Totodată, efectul estimat al euro asupra activităților de F&A efectuate la inițiativa firmelor din afara zonei euro cu firmele din zona euro corespunde unei creșteri de circa 80%. Sectoarele care au beneficiat cel mai mult în țările din zona euro în comparație cu ISD efectuate de nerezidenți în zona euro sunt sectoarele produselor chimice și petroliere, cărbunului, produselor din cauciuc și plastic și sectorul materialelor de transport. În schimb, în sectorul mașinilor și echipamentelor, ponderea activității de fuziune din țările din zona euro s-a redus.

În ceea ce privește serviciile, efectul estimat al euro asupra activităților de F&A transfrontaliere pare marginal, sugerând posibilitatea ca aceste activități să fie afectate negativ de obstacolele în calea schimburilor transfrontaliere de servicii și de reglementarea piețelor de bunuri și servicii din țările țintă¹¹. Aceste rezultate sunt în concordanță cu Graficul 4, precum și cu nivelul redus al creșterii schimburilor de servicii din cadrul zonei euro în comparație cu cele din afara zonei euro.

⁹ A se vedea, de exemplu, Petroulas, P., 2007, *The effect of the euro on foreign direct investment*, European Economic Review, 51: 1468-1491; Schiavo S., 2007, *Common currencies and FDI flows*, Oxford Economic Papers, 59: 536-560; De Sousa, J. și J. Lochard, 2006, *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, University of Paris 1, copie; Flam, H. și H. Nordström, 2007, *The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI*, 2007, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, copie.

¹⁰ A se vedea Coeurdacier, N., De Santis, R.A. și A. Aviat, 2008, *Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces* (lucrare prezentată cu ocazia celei de a 47-a reuniuni a Economic Policy Panel din Ljubljana, aprilie 2008). Aceste estimări sunt în concordanță cu alte studii referitoare la ISD totale, având în vedere că activitățile de F&A transfrontaliere din industria prelucrătoare desfășurate între țările dezvoltate reprezintă numai aproximativ 30% din activitatea transfrontalieră totală a acestora, excluzând unele categorii de ISD totale, precum investițiile de tip *greenfield*, profitul reinvestit și împrumuturile între firme.

¹¹ Având în vedere faptul că reglementarea serviciilor este încă de competența statelor membre ale UE, piața comunitară a serviciilor continuă să fie la ora actuală foarte fragmentată. Este posibil ca restricțiile din domeniul serviciilor să fi influențat astfel hotărârile întreprinzătorilor privind investițiile, afectând prin aceasta alocarea eficientă a capitalului la nivel internațional și în cadrul zonei euro.

IMPACTUL UEM ASUPRA INVESTIȚIILOR DE PORTOFOLIU TRANSFRONTALIERE

Averea populației constă adeseori în investiții de portofoliu de natura acțiunilor, și anume investiții în diferite întreprinderi; de natura obligațiunilor, care reprezintă investiții în titluri de îndatorare cu dobândă; și de natura acțiunilor organismelor de plasament colectiv, care sunt în esență fonduri de bani administrate de profesioniști în numele investitorilor. Dacă aceste instrumente sunt emise în altă țară decât cea în care este rezident investitorul, atunci investițiile sunt de tip transfrontalier și sunt supuse, printre altele, riscului valutar.

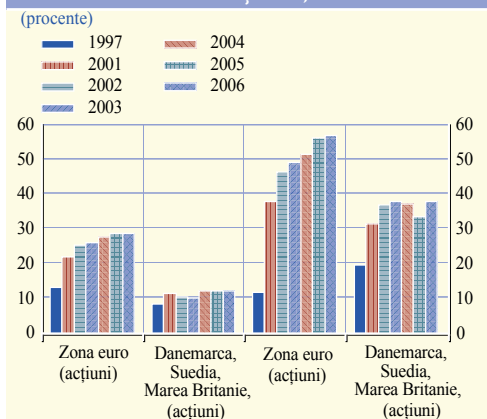
Euro a susținut activitatea transfrontalieră de investiții de portofoliu între țările din zona euro, eliminând riscul de curs de schimb și favorizând crearea unor platforme de negociere comune (cum ar fi crearea Euronext prin fuziunea transfrontalieră a bursei din Amsterdam, Bruxelles, Lisabona și Paris), și integrarea infrastructurilor post tranzacționare, care au continuat să reducă numărul de obstacole în calea accesului la investițiile de portofoliu.

În majoritatea țărilor, administratorii de portofoliu sunt adeseori supuși unor forme de restricții în ceea ce privește activitățile lor de plasament în străinătate. De exemplu, regulile de congruență monetară care se aplică administratorilor de portofoliu vizează reducerea riscului valutar. Începând cu introducerea euro în luna ianuarie 1999, regula de congruență monetară în zona euro nu se mai referă la monedele naționale, ci la euro. Creșterea gradului de flexibilitate care a rezultat a permis diferiților administratori de portofoliu din țările din zona euro să asigure o mai bună diversificare a riscurilor privind investițiile prin achiziționarea unui număr mai mare de active transfrontaliere ale zonei euro.

De fapt, ponderea activelor transfrontaliere din cadrul zonei deținute de rezidenții zonei euro a crescut semnificativ în perioada 1997-2006 în totalul de active transfrontaliere deținute de aceștia: cu 16 puncte procentuale în cazul acțiunilor și cu 46 puncte procentuale în cazul titlurilor cu venit fix (Graficul 5). Totodată, toate regiunile importante din lume, precum și Danemarca, Suedia și Marea Britanie, și-au majorat ponderea investițiilor în active din zona euro raportată la portofoliile lor internaționale în această perioadă, deși în mai mică măsură. Aceasta sugerează posibilitatea ca euro să fi stimulat puternic investițiile de portofoliu din cadrul zonei euro.

Pot exista multe motive pentru realocarea portofoliilor în favoarea activelor din zona euro începând cu lansarea euro: de exemplu, eliminarea riscului de curs de schimb între țările din zona euro, înlăturarea obstacolelor tehnice din calea tranzacțiilor, avantajele diversificării care decurg din deținerea unei mari varietăți de active străine și posibilitatea ca deținerea de active din zona euro de către administratorii de portofolii internaționale în 1998 să fi fost deja sub nivelurile optime definite de principiile economice¹². Potrivit estimărilor empirice, adoptarea euro a jucat un rol esențial în

Grafic 5 Dețineri în portofoliu de active din zona euro raportate la totalul deținerilor în portofoliu de active internaționale, 1997-2006



Sursa: BRI, FMI, Thomson DataStream, calcule BCE

Notă: „Zona euro” este raportul dintre activele transfrontaliere (acțiuni sau obligațiuni) din zona euro și suma dintre activele transfrontaliere (acțiuni sau obligațiuni) din zona euro și cele din afara zonei euro. „Danemarca, Suedia, Marea Britanie” este raportul dintre activele (acțiuni sau obligațiuni) din zona euro deținute de Danemarca, Suedia și Marea Britanie și totalul deținerilor transfrontaliere ale acestora (acțiuni sau obligațiuni).

Investițiile de portofoliu transfrontaliere în cadrul zonei euro au crescut semnificativ din 1999 ...

... și ca urmare a eliminării restricțiilor privind investițiile în străinătate

Euro a amplificat fluxurile de investiții de portofoliu între țările unei euro

12 Alți factori care ar putea afecta realocarea portofoliilor la nivel internațional sunt: randamentele așteptate și volatilitatea activelor între diferite economii, tendința de a investi în activele naționale (și anume gradul de preferință pentru activele naționale), previziunile privind creșterea economică, cadrul instituțional, nivelul de îmbătrânire a populației pe țări, intensitatea schimburilor comerciale bilaterale, legăturile culturale etc.

Euro este folosit pe scară largă în afara zonei euro

Utilizarea euro de către nerezidenți nu constituie un obiectiv al Eurosistemului

BCE monitorizează îndeaproape rolul internațional al euro

realocarea portofoliilor în favoarea activelor în euro, atât de către investitorii rezidenți, cât și de cei nerezidenți ai zonei euro. După ajustarea variabilelor menționate anterior, s-a estimat că euro a determinat în total o creștere a tranzacțiilor bilaterale între diferite țări din zona euro de 3,5% în cazul acțiunilor și de 4,2% în cazul obligațiunilor raportat la activele internaționale în euro ale acestora¹³. Totodată, țările din afara zonei euro și-au majorat, în medie, ponderea investițiilor în obligațiuni din zona euro. Aceste rezultate par să fie în concordanță cu evoluțiile prezentate în Graficul 5.

Pe ansamblu, euro a favorizat circulația capitalului între țările membre ale zonei euro, permițând astfel o mai bună diversificare a investițiilor și a consumului agenților economici din zonă.

5.3 ROLUL INTERNAȚIONAL AL EURO

A treia dimensiune internațională a euro se referă la folosirea acestuia în afara zonei euro. Creat pentru a răspunde nevoilor populației din zona euro, această monedă are, de asemenea, implicații clare pentru persoanele fizice și întreprinderile din afara zonei euro. Populația, întreprinderile și statele din afara zonei euro pot alege să folosească euro în multe dintre tranzacțiile lor economice și financiare zilnice. Acestea pot deține bancnote și monede euro, pot deschide conturi bancare în euro sau pot contracta împrumuturi bancare în euro, pot emite instrumente financiare, precum obligațiunile, exprimate în euro, pot emite facturi și pot plăti în euro la nivel internațional. Totodată, autoritățile din țările terțe pot alege euro ca monedă ancoră a regimurilor lor de schimb sau pot hotărî să investească o parte din rezervele lor valutare în euro.

În ceea ce privește strategia sa, Eurosistemul a adoptat o orientare neutră privind utilizarea internațională a euro. Acesta nu consideră internaționalizarea euro ca pe un obiectiv și nici nu încurajează sau descurajează folosirea acestuia de către nerezidenții zonei euro. Întrebuințarea monedei unice în afara granițelor zonei euro este și trebuie să rămână rezultatul evoluțiilor economice și financiare care au la bază decizii private (și uneori publice) luate în mod liber. În orice caz, într-o lume globalizată în care sistemele financiare sunt profund integrate și se bazează pe piață, autoritățile nu au decât o influență limitată asupra internaționalizării unei monede, indiferent de intențiile lor în această privință. Adâncirea piețelor financiare, stimularea integrării acestor piețe și promovarea stabilității prețurilor sunt exemple de politici care pot promova indirect întrebuințarea unei monede în țări terțe. De exemplu, folosirea unei monede în calitate de monedă de rezervă pare să aibă legătură cu astfel de politici¹⁴. Dar, totodată, este clar că asemenea politici au mai degrabă obiective naționale decât internaționale.

Politica neutră față de rolul internațional al euro nu presupune o lipsă de interes din partea Eurosistemului. BCE supraveghează și analizează rolul internațional al euro și publică principalele concluzii în rapoarte anuale începând cu anul 2001. Cum se explică un asemenea interes susținut? Unul dintre motive este acela că utilizarea monedei unice în afara zonei euro poate avea impact asupra mecanismului de transmisie a politicii monetare și asupra conținutului de informații al indicatorilor folosiți conform strategiei acestei politici. Un alt motiv este acela că rolul internațional al euro ar putea afecta transmiterea șocurilor financiare internaționale și a crizelor de curs de schimb asupra zonei euro. În cele din urmă, monitorizarea de către BCE a rolului internațional al euro oferă publicului general și cercetătorilor universitari interesați de chestiunile monetare internaționale o bază de date unică și îmbogățită privind utilizarea euro de către nerezidenți.

13 De Santis, R. și B. Gerard (2006), *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, Studiul nr. 626 al BCE. De Santis, R. (2006), *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, Studiul nr. 678 al BCE.

14 A se vedea Chinn, M. și J. Frankel (2006), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Chicago, și Chinn, M. și J. Frankel (2008), *The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, NBER Working Paper nr. 13909, aprilie 2008.

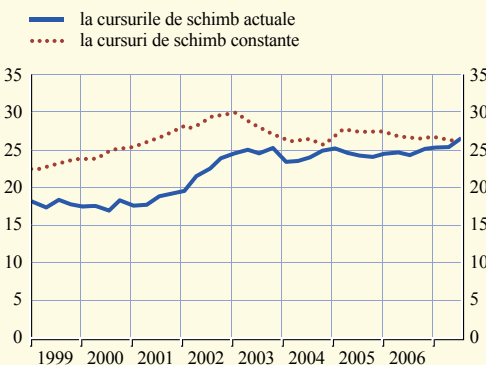
În cadrul analizelor anuale referitoare la rolul internațional al euro s-au distins trei teme principale. În primul rând, dacă rolul acestuia pe piețele internaționale a sporit relativ de-a lungul anilor, în schimb, evoluția a fost treptată și pare să se fi uniformizat pe unele segmente ale pieței. În al doilea rând, această dimensiune internațională se datorează parțial și comportamentului agenților economici din zona euro. În al treilea rând, acest rol este concentrat geografic în regiunile limitrofe zonei euro.

De la lansarea din 1999, euro a fost pur și simplu „internațional”, deoarece a înlocuit 11 monede existente. Succedând mărcii germane și francului francez, euro a fost folosit imediat în calitate de monedă de rezervă de către băncile centrale și ca ancoră pentru politica de curs de schimb de către unele țări. Cu toate acestea, rolul internațional al euro s-a amplificat în prezent. De exemplu, ponderea actuală a euro în rezervele oficiale mondiale este mai mare decât cea cumulată a tuturor monedelor pe care le-a înlocuit – în special cea a mărcii germane – în rezervele oficiale globale la sfârșitul anului 1998, care era de aproximativ 18%. De fapt, potrivit FMI, ponderea euro în rezervele valutare globale cu o structură pe valute cunoscută a crescut în primii cinci ani ai Uniunii Economice și Monetare până la aproximativ 25%. De atunci, ponderea euro a rămas relativ stabilă (Graficul 6). Ca reacție la utilizarea euro în calitate de monedă de rezervă internațională, în ianuarie 2005 Eurosistemul a introdus un cadru pentru administrarea rezervelor destinat băncilor centrale și autorităților monetare din afara zonei euro, precum și organizațiilor internaționale.

O a doua caracteristică a rolului internațional al euro este aceea că este parțial determinat de înșiși agenții economici din zona euro. Cu alte cuvinte, utilizatorii naționali ai euro, respectiv cetățenii zonei euro, influențează totodată și situația monedei lor la nivel internațional. De exemplu, împrumutările din afara zonei euro emit din ce în ce mai multe obligațiuni în euro. De fapt, ponderea euro în sens „restrâns” în titlurile de îndatorare internaționale, excluzând emisiunile în moneda națională a emitentului, a urcat până la aproximativ 31% în luna iunie 2007 (Graficul 7). Totuși, aceste obligațiuni nu au fost cumpărate în principal de investitori din afara zonei euro. Într-adevăr, mai mult de jumătate din aceste titluri exprimate în euro și emise de nerezidenți vizează și sunt cumpărate de investitori din zona euro.

Grafic 6 Ponderea monedei euro în rezervele valutare mondiale

(ca pondere din rezervele alocate)



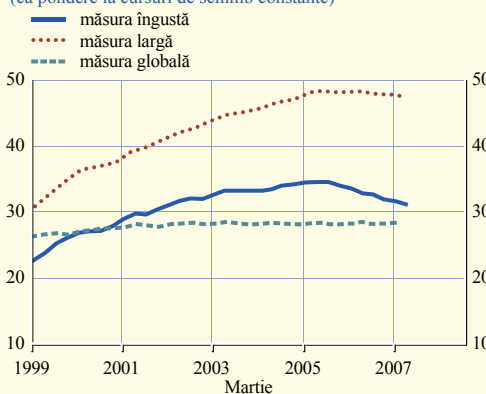
Sursa: Baza de date COFER a FMI și calcule BCE.

Notă: Ponderile la cursuri de schimb constante sunt exprimate conform cursurilor de schimb din T3 2007.

Rolul euro în străinătate a crescut, deși într-un ritm treptat

Grafic 7 Ponderea monedei euro în stocul instrumentelor de îndatorare internaționale

(ca pondere la cursuri de schimb constante)



Sursa: BRI și calcule BCE

Notă: Ponderile la cursuri de schimb constante sunt exprimate conform cursurilor de schimb din T3 2007. Măsura îngustă a instrumentelor de îndatorare internaționale este definită ca emisiunea de obligațiuni și de instrumente de piață monetară într-o altă monedă decât moneda împrumutatului. Măsura largă completează măsura îngustă prin emisiunea de instrumente de îndatorare exprimate în moneda împrumutatului, cu condiția ca această emisiune să fie destinată pieței financiare internaționale. Măsura globală a instrumentelor de îndatorare completează măsura largă prin toate emisiunile interne destinate pieței interne. Pentru o prezentare mai detaliată a acestor măsuri, a se vedea publicația BCE intitulată *Review of the International Role of the Euro*, iunie 2007.

Rezidenții zonei euro influențează de asemenea rolul internațional al euro

Rolul internațional al euro este concentrat geografic în vecinătatea zonei euro

Soldul obligațiunilor internaționale pe regiune

(procente, T2 2007)

	Zona euro	Danemarca, Suedia, Marea Britanie	Noi state membre	Tări europene din afara UE	America de Nord	Asia și Pacific	America Latină	Centre financiare offshore	Organizații internaționale	Altele
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

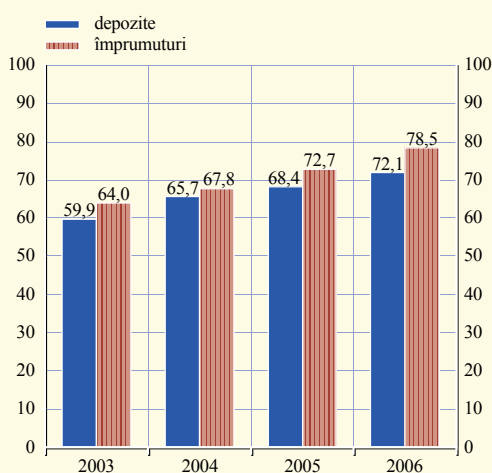
Sursa: BRI și calcule BCE

Ultima și probabil cea mai distinctivă trăsătură a rolului internațional al euro este caracterul său regional. Pe piețele financiare internaționale, de exemplu, este normal ca țările vecine cu zona euro să aleagă euro ca monedă de finanțare. De exemplu, emitenții rezidenți în Danemarca, Suedia și Marea Britanie se află într-o măsură semnificativă la originea emisiunii de obligațiuni internaționale exprimate în euro de către nerezidenți (a se vedea tabelul), iar Londra, un centru financiar internațional important, și-a dezvoltat propriile tranzacții în euro, în paralel cu cele în dolari SUA¹⁵. De asemenea, toate țările care aplică o politică de curs de schimb bazată pe euro se apropie de zona euro. În cele din urmă, gradul de substituție a monedei înregistrează cel mai înalt nivel în noile state membre ale UE din afara zonei euro, precum și în țările candidate sau posibil candidate din Europa de sud-est (Graficul 8). În acest context, Eurosistemul a subliniat că orice adoptare unilaterală a monedei unice prin intermediul „euroizării” în afara cadrului prevăzut în Tratat ar fi împotriva raționamentului economic aflat la baza Uniunii Economice și Monetare, care nu prevede o adoptare a euro decât la finalul unui proces de convergență structurată într-un cadru multilateral¹⁶. BCE a studiat, de asemenea, cu atenție factorii determinanți ai majorării împrumuturilor în valută în țările Europei centrale, estice și de sud-est¹⁷, iar Eurosistemul monitorizează permanent impactul pe care aceste împrumuturi l-ar putea avea asupra stabilității financiare din aceste țări¹⁸.

Caracterul regional al utilizării internaționale a euro reflectă o combinație de factori istorici, instituționali și economici. Din punct de vedere istoric, euro s-a bazat pe tradiția îndelungată a monedelor pe care le-a înlocuit, în special marca germană, care a fost utilizată pe scară largă în anumite zone de pe continentul european și în regiunile limitrofe. Din punct de vedere instituțional, multe dintre țările din jurul zonei euro se îndreaptă către adoptarea euro. Acest lucru este valabil pentru țările membre care nu

Grafic 8 Depozite/împrumuturi exprimate în euro în Europa centrală, de est și de sud-est

(ca pondere din total depozite/împrumuturi)



Sursa: Băncile centrale naționale și calcule ale experților BCE.

Notă: Medii neponderate pentru Albania, Bosnia și Herțegovina, Croația, Republica Cehă, Estonia, Ungaria, Letonia, fosta Republică Iugoslavă a Macedoniei, Serbia, Slovacia și Turcia. Pentru Bosnia și Herțegovina, datele până la sfârșitul anului 2004 nu se referă și la împrumuturile indexate la euro.

15 Rolul euro în Londra este analizat în lucrarea *Review of the International Role of the Euro*, BCE, decembrie 2003.

16 A se vedea lucrarea *Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, BCE, decembrie 2003.

17 A se vedea lucrarea *Review of the International Role of the Euro*, BCE, iunie 2007, care oferă o analiză detaliată a substituției monetare în țările din Europa centrală, de est și sud-est.

18 A se vedea, de exemplu, lucrarea BCE (2006), *Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries*, Studii Ocazionale nr. 48, iulie.

fac parte din zona euro și care nu au semnat o clauză de exceptare – țări care, conform așteptărilor, vor adera la zona euro ulterior. Totodată, acest lucru se aplică și țărilor candidate pentru care există perspective pe termen mediu sau lung de aderare la Uniunea Europeană și de adoptare la final a monedei euro. Din punct de vedere economic, zona euro este un partener comercial și financiar important pentru țările respective. Cu toate acestea, va depinde în foarte mare măsură de situația specifică fiecărei țări cât de avantajoasă va fi promovarea unei politici de țintire a unui curs de schimb fix față de euro într-o fază incipientă a procesului de convergență. În condițiile în care procesul de convergență presupune un trend de apreciere reală a cursului de schimb în timp, mai multe țări au ales să își axeze politica monetară pe stabilitatea prețurilor interne, permițând totodată cursului lor de schimb nominal să se aprecieze față de euro.

5.4 COOPERAREA INTERNAȚIONALĂ

BCE a dezvoltat relații strânse cu băncile centrale și organizațiile din afara zonei euro. O astfel de cooperare internațională este asigurată atât prin intermediul instituțiilor multilaterale, cât și prin contacte bilaterale. Activitățile de cooperare internațională ajută BCE să monitorizeze evoluțiile economice și financiare din afara zonei euro. Reuniunile internaționale oferă o platformă pentru schimbul de informații privind evoluția recentă, perspectivele economice și provocările de politică economică în afara zonei euro.

Cooperarea multilaterală
și bilaterală

Eurosistemul a dezvoltat o serie de instrumente destinate să intensifice cooperarea sa cu principalele bănci centrale din lume. A organizat o serie de seminarii la nivel înalt cu băncile centrale din anumite regiuni, inclusiv cu Banca Rusiei, cu băncile centrale mediteraneene care participă la Procesul de la Barcelona, băncile centrale și autoritățile monetare din Consiliul de Cooperare din Golf (CCG), precum și cu băncile centrale din America Latină și din regiunea Asia de Est-Pacific. BCE acordă, la cerere, și asistență tehnică și consiliere, fiind pregătită să împărtășească din propria experiență acumulată în diferite domenii, inclusiv implementarea politicii monetare, supravegherea bancară și sistemele de plăți. În acest context, drumul Europei către Uniunea Economică și Monetară și în special înființarea unui sistem bancar central supranațional servesc adeseori ca exemplu și sursă de inspirație pentru alte regiuni.

BCE joacă un rol-cheie în diferite organizații și forumuri multilaterale. În cadrul Fondului Monetar Internațional (FMI), instituție bazată pe țări, BCE a primit statutul de observator, ceea ce înseamnă că poate participa la reuniunile Consiliului de administrație al FMI de câte ori se discută subiecte legate de Eurosistem. Totodată, președintele BCE este invitat să participe – în calitate de observator – la întâlnirile semestriale ale Comitetului monetar și financiar internațional, care oferă orientări politice pentru lucrările FMI. Președintele BCE mai participă, alături de președintele Eurogrupului, la reuniunile miniștrilor și guvernatorilor din G7. BCE participă, de asemenea, la întâlnirile celor două foruri create de G7 în 1999: grupul celor 20 de miniștri de finanțe și guvernatori de bănci centrale (G20), care reunește reprezentanți ai economiilor de piață dezvoltate și emergente pentru a discuta probleme de politică economică și financiară internațională, și Forumul pentru Stabilitate Financiară (FSF), care analizează eventualele vulnerabilități ale sistemului financiar internațional. În plus, BCE ia parte la întâlnirile importante ale Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE), de asemenea o instituție axată pe țări, în calitate de membră a delegației UE.

FMI, G7, G20, FSF și BRI

De o deosebită importanță este Banca Reglementelor Internaționale (BRI), „banca băncilor centrale”, care funcționează ca un secretariat, găzduind diferite întâlniri ale băncilor centrale, inclusiv cele ale guvernatorilor din Grupul celor Zece. BCE a devenit membră a unor comitete ale BRI care au legătură cu activitățile sale în luna noiembrie 1999, iar din 2005 deține și calitatea de acționar. Președintele BCE participă la reuniunile guvernatorilor din G10 pe care le prezidează de la sfârșitul

anului 2003. Grupul G10 în schimb are o serie de comitete permanente și de grupuri de lucru ad hoc din care face parte și BCE¹⁹.

5.5 ÎNVĂȚĂMINTE ȘI DIRECȚII DE URMAT

Din anul 1998, gradul de deschidere a zonei euro către comerțul mondial și piețele financiare internaționale a crescut constant, în paralel cu o expansiune semnificativă a schimburilor comerciale și a investițiilor din zona euro. Euro a avut un efect pozitiv asupra schimburilor comerciale din zona euro, stimulând exporturile de produse noi și reducând într-o oarecare măsură costurile de export. Aceste rezultate sunt în concordanță cu anumite indicii privind modificarea indusă de euro la nivelul comportamentului firmelor privind stabilirea prețurilor, care pare să fi încurajat convergența prețurilor în cadrul zonei euro, o evoluție care la rândul ei a exercitat o presiune în sensul descreșterii asupra prețurilor la exporturile efectuate între țările din zona euro. În cele din urmă, euro a stimulat competiția internă în țările care au adoptat moneda unică, ceea ce a condus la o competitivitate mai mare pe ansamblu a firmelor acestora, sugerând posibilitatea ca și o concurență sporită să fi stat la baza creșterii vizibile a convergenței prețurilor mărfurilor.

În ceea ce privește fluxurile de capital, înființarea UEM a reprezentat o schimbare instituțională fundamentală, care ar putea explica realocarea importantă a capitalului. În cazul investițiilor directe, rezultatele empirice sugerează că euro a favorizat fluxurile de ISD între țările din zona euro și a acționat ca un catalizator pentru fuziunile și achizițiile din industria prelucrătoare. Țările din zona euro au beneficiat de o expansiune extraordinară a activității de F&A din industria prelucrătoare în cadrul regiunii, în timp ce sectorul serviciilor nu a beneficiat încă pe deplin de integrarea financiară europeană. Privind în perspectivă, aceasta sugerează, de asemenea, posibilitatea unor noi (F&A) în cazul eliminării obstacolelor tranfrontaliere în sectorul serviciilor. Referitor la investițiile de portofoliu, pe lângă eliminarea riscului de curs de schimb, adoptarea euro a facilitat alocarea transfrontalieră a activității de portofoliu din zona euro atât pe piața acțiunilor, cât și pe piața obligațiunilor, cu ajutorul unor factori ca de exemplu reducerea costurilor operațiunilor de capital, a finanțării prin obligațiuni și a celor bancare, utilizarea unor platforme comune de negociere, precum și fuziunea transfrontalieră a Burselor din Amsterdam, Bruxelles și Paris (pentru formarea Euronext).

Introducerea euro a avut impact și asupra sistemului financiar internațional, fiind creată o nouă monedă care putea fi folosită pe piețele internaționale. De la introducerea sa în 1999, euro a câștigat imediat un statut internațional, în condițiile în care a preluat rolul internațional al monedelor pe care le-a înlocuit. De atunci, rolul său pe piețele internaționale a crescut relativ, deși într-un ritm treptat. Această evoluție este în concordanță cu rezultatele literaturii de specialitate: rolul internațional al valurilor tinde să evolueze lent, depinde de factori istorici și instituționali și se caracterizează prin efecte de rețea.

Aceste dimensiuni internaționale ale zonei euro subliniază nevoia de cooperare internațională cu băncile centrale din întreaga lume. În ultimii zece ani, Eurosistemul a dezvoltat astfel un dialog strâns cu băncile centrale din diferite regiuni ale lumii, organizând de exemplu seminarii la nivel înalt și dezvoltând relații bilaterale strânse cu băncile centrale importante, precum Banca Rezervelor Federale din Statele Unite și Banca Japoniei. De asemenea, BCE participă la reuniunile a diferite organizații și forumuri internaționale, inclusiv FMI, G7, G20 și BRI.

¹⁹ Cele mai importante patru sunt: Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară; Comitetul pentru sistemele de plăți și decontări; Comitetul pentru sistemul financiar mondial; și Comitetul piețelor.



6 INTEGRAREA FINANCIARĂ

Interesul crescut al Eurosistemului pentru integrarea financiară este motivat de o serie de argumente care au legătură cu principalele sale atribuții. În primul rând, un sistem financiar bine integrat contribuie la transmisia eficientă și lipsită de tensiuni a politicii monetare în zona euro. În al doilea rând, integrarea financiară are o importanță deosebită pentru atribuția Eurosistemului de a contribui la stabilitatea financiară, întrucât aceasta sporește alternativele de distribuire și diversificare ale riscului și determină creșterea lichidității pe piețele financiare. Totodată, un sistem financiar bine integrat amplifică riscul de propagare a turbulențelor financiare la nivel transfrontalier. În al treilea rând, obiectivul de integrare financiară se află în strânsă legătură cu misiunea Eurosistemului de a asigura buna funcționare a sistemelor de plăți, care includ și sistemele de decontare și compensare a operațiunilor cu titluri de valoare. Sistemele de plăți și de decontare mai bine integrate vor funcționa mai eficient, acestea reprezentând totodată elementul-cheie al procesului de integrare financiară, dat fiind rolul esențial al sistemelor de plăți în transferul fluxurilor financiare. În cele din urmă, integrarea financiară are un rol important în alocarea eficientă de către sistemul financiar, atât din punct de vedere temporal, cât și spațial, a resurselor provenind de la operatorii pieței care înregistrează un excedent de lichiditate către operatorii care au nevoie de fonduri. Astfel, este stimulată creșterea economică sustenabilă.

Prin urmare, Eurosistemul susține în continuare cu convingere integrarea financiară în Europa și, cu deosebire, în zona euro. Mai precis, obiectivul Eurosistemului, conform definiției integrării financiare formulate de BCE, constă în evoluția către o piață financiară unică în zona euro, în care toți operatorii: (i) respectă un set unic de reguli atunci când hotărăsc să cumpere sau să vândă instrumente sau servicii financiare de bază, (ii) beneficiază de tratament egal în ceea ce privește accesul la instrumente sau servicii financiare și (iii) sunt tratați echitabil atunci când desfășoară operațiuni pe piață.

În acest capitol sunt prezentate progresele înregistrate în domeniul integrării financiare în zona euro, precum și contribuția corespunzătoare a Eurosistemului. Capitolul este structurat după cum urmează: în Secțiunea 6.1 sunt descrise activitățile desfășurate de Eurosistem în vederea promovării integrării financiare, Secțiunea 6.2 prezintă stadiul integrării financiare în Europa pe parcursul ultimului deceniu după introducerea monedei unice, Secțiunea 6.3 evaluează principalele avantaje și dezavantaje ale procesului de integrare, concentrându-se asupra rolului Eurosistemului, iar în Secțiunea 6.4 sunt prezentate concluziile.

6.1 ACTIVITATEA EUROSISTEMULUI ÎN DOMENIUL INTEGRĂRII FINANCIARE

În opinia Eurosistemului, integrarea financiară este înainte de toate un proces determinat de evoluția pieței. În conformitate cu prevederile generale ale articolului 105 (1) din Tratatul privind Uniunea Europeană, Eurosistemul trebuie să acționeze „în concordanță cu principiile care guvernează o economie de piață deschisă în care există condiții pentru libera concurență, favorizând alocarea eficientă a resurselor”. Ținând seama de atribuțiile sale specifice băncilor centrale și de rolul său ca operator activ pe piață având numeroase relații cu alți participanți ai pieței, Eurosistemul poate acționa în vederea promovării integrării financiare.

Potrivit opiniei sale, și anume aceea că procesul de integrare financiară trebuie să fie determinat de evoluția pieței, Eurosistemul consideră că rolul politicilor publice în stimularea integrării financiare trebuie limitat. În special, măsurile adoptate nu trebuie să promoveze un nivel sau o categorie specifică de activitate transfrontalieră, întrucât doar operatorii pieței pot dezvolta strategii de afaceri, pot lua decizii cu privire la investițiile aferente și își pot asuma responsabilitatea pentru consecințele economice. Totodată, procesul de integrare financiară este afectat de o serie de factori care sunt independenți de influența politicilor publice, precum distanțele geografice (și barierele informaționale corespunzătoare), diferențele culturale și lingvistice și preferințele consumatorilor. Cu toate acestea, sectorul public are o contribuție semnificativă la integrarea financiară prin diminuarea obstacolelor instituționale. Sectorul public trebuie să asigure un cadru juridic, fiscal, de reglementare și de supraveghere care să susțină egalitatea tratamentului și a accesului pentru operatorii pieței din cadrul UE.

Integrarea financiară este un proces determinat de evoluția pieței ...

... dar politicile publice pot promova progresul acesteia

Eurosistemul susține procesul de integrare financiară ...

Eurosistemul susține procesul de integrare financiară prin intermediul a patru tipuri de activități, și anume: (i) sporirea cunoștințelor, mediatizarea corespunzătoare și monitorizarea progreselor în domeniul integrării financiare în zona euro, (ii) acordarea de consultanță privind cadrul legislativ și de reglementare a sistemului financiar, (iii) stimularea activităților sectorului privat prin facilitarea acțiunilor colective și (iv) furnizarea de servicii specifice băncilor centrale, care favorizează integrarea financiară.

... prin sporirea cunoștințelor, mediatizarea corespunzătoare și monitorizarea progreselor ...

Precondițiile pentru stimularea integrării financiare sunt următoarele: analiza exactă a stadiului de integrare financiară la nivel european și monitorizarea atentă a progresului înregistrat de-a lungul timpului în acest domeniu. Astfel, BCE a întreprins o serie de demersuri pentru a măsura nivelul de integrare financiară în zona euro prin intermediul indicatorilor de preț și al celor cantitativi. Indicatorii de preț măsoară ecarturile între prețurile activelor în funcție de proveniența geografică a acestora. În cadrul unei piețe complet integrate, prețurile activelor care prezintă caracteristici similare trebuie influențate îndeosebi de factori comuni. Indicatorii cantitativi sunt utilizați pentru a stabili în ce măsură investitorii și-au internaționalizat portofoliile pentru a beneficia pe deplin de diversificarea oportunităților care derivă din creșterea integrării financiare¹.

În luna septembrie 2005, BCE a publicat un set inițial de 20 de indicatori, care a fost diversificat ulterior. În luna martie 2007, acești indicatori au fost prezentați în prima ediție a raportului anual al BCE intitulat *Financial integration in Europe* (Integrarea financiară în Europa)²; indicatorii sunt actualizați semestrial pe website-ul BCE. Diversificarea listei de indicatori, pe fondul progreselor consemnate în cercetarea și analiza economică, precum și al disponibilității crescute a datelor statistice, este în continuare în curs de derulare și se referă îndeosebi la fondurile de investiții, vehiculele de securizare, societățile de asigurare și fondurile de pensii.

Alături de raportul anual al BCE privind integrarea financiară, există o serie de alte publicații periodice și neperiodice care furnizează informații despre progresele înregistrate în domeniul integrării financiare. De exemplu, raportul anual al BCE cu privire la evoluțiile structurale ale sectorului bancar din UE, elaborat de Comitetul de supraveghere bancară al SEBC, oferă o analiză aprofundată a evoluțiilor structurale ale activităților bancare transfrontaliere. Pe baza experienței și a cunoștințelor sale și în calitate de participant activ la piață, BCE susține, de asemenea, activitatea de cercetare coordonată împreună cu alți membri ai Eurosistemului, precum și cu specialiști în domeniu. Un exemplu relevant în acest sens îl constituie rețeaua comună de cercetare cu privire la piețele de capital și la integrarea financiară în Europa, sponsorizată de BCE și de Centrul pentru studii financiare din Frankfurt³.

... prin acordarea de consultanță cu privire la cadrul legislativ și de reglementare ...

În vederea asigurării unui cadru legislativ și de reglementare privind serviciile financiare, care să reducă dificultățile la nivelul tranzacțiilor transfrontaliere și să mențină principiul tratamentului egal pentru participanții la piață, Eurosistemul contribuie în mod activ la dezvoltarea cadrului UE pentru servicii financiare prin acordarea de consultanță cu privire la principalele aspecte și inițiative strategice. Această activitate vizează îndeosebi prerogativele Eurosistemului, prevăzute în articolul 105 din Tratat, și anume: susținerea politicilor economice generale ale Comunității, fără prejudicierea obiectivului referitor la stabilitatea prețurilor, promovarea bunei funcționări a sistemelor de plăți și contribuția la buna orientare a politicilor de supraveghere prudențială a instituțiilor de credit și de asigurare a stabilității sistemului financiar.

... prin stimularea activităților sectorului privat ...

Deși cadrul public trebuie să fie favorabil integrării financiare, progresul în acest domeniu depinde în cele din urmă de capacitatea sectorului privat de a beneficia pe deplin de oportunitățile de afaceri la nivel transfrontalier. Concurența între operatorii pieței reprezintă factorul stimulator major în acest sens. Totodată, activitățile colective eficiente pot fi, de asemenea, importante, mai ales atunci când

1 A se vedea L. Baele et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Studiul ocazional al BCE nr. 14, mai 2004.

2 Recent, BCE a explicat activitatea desfășurată în domeniul integrării financiare în două articole incluse în Buletinul lunar și intitulate *The integration of Europe's financial markets* (octombrie 2003) și *The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration* (mai 2006).

3 A se vedea <http://www.eu-financial-system.org>.

standardele și practicile eterogene ale pieței încetinesc procesul de integrare financiară. Eurosistemul poate susține operatorii pieței în demersul acestora de a soluționa problemele de coordonare.

Furnizarea de servicii specifice băncilor centrale reprezintă o altă modalitate prin care Eurosistemul contribuie la progresul integrării financiare. În pofida scopului principal al acestor servicii, respectiv acela de a permite Eurosistemului să își exercite atribuțiile specifice băncilor centrale, Eurosistemul acordă, de asemenea, o atenție deosebită acestor servicii, care trebuie, în măsura în care este posibil, să favorizeze integrarea financiară.

Tabelul 1 prezintă o serie de activități desfășurate de Eurosistem în vederea asigurării integrării financiare⁴.

4 Informații detaliate sunt furnizate în raportul anual al BCE intitulat *Financial integration in Europe*.

Tabel 1 Principalele activități ale Eurosistemului în domeniul integrării financiare

Subiect	Principalele obiective și stadiul de evoluție
Sporirea cunoștințelor, mediatizarea corespunzătoare și monitorizarea progresului	
Raportul anual al BCE intitulat <i>Financial integration in Europe</i>	Publicat pentru prima dată în anul 2007 cu scopul de a oferi informații despre stadiul integrării financiare în Europa, de a promova progresul acesteia și de a asigura mediatizarea corespunzătoare a rolului Eurosistemului în susținerea procesului de integrare
Dezvoltarea indicatorilor de integrare financiară în zona euro	Primul set de indicatori a fost publicat în anul 2005 cu scopul de a evalua și de a monitoriza stadiul integrării financiare în zona euro. Actualizările semestriale și diversificarea acestui set de indicatori se efectuează începând cu același an. Alte îmbunătățiri sunt în curs de desfășurare.
Acordarea de consultanță privind cadrul legislativ și de reglementare	
Strategia generală a UE în domeniul serviciilor financiare	Dezvoltarea și implementarea: (i) Planului de acțiune pentru servicii financiare din anul 1999 pentru actualizarea și consolidarea cadrului UE de reglementare și elaborarea (ii) strategiei corespundente de monitorizare pentru perioada 2005-2010. Implementarea respectivei strategii este în curs de desfășurare.
Cadrul instituțional al UE pentru reglementarea și supravegherea financiară	Asigurarea bunei funcționări a cadrului Lamfalussy. Prima analiză completă a cadrului Lamfalussy a fost finalizată în anul 2007; dezvoltarea măsurilor de monitorizare se află în curs de desfășurare.
Sistemele de decontare și compensare a operațiunilor cu titluri de valoare în UE	Implementarea unei infrastructuri integrate, sigure și eficiente pentru activitățile posttranzacționare și eliminarea obstacolelor transfrontaliere. Diverse inițiative în curs de desfășurare care vizează cu precădere dezvoltarea unui cadru comun de reglementare, supraveghere și monitorizare a sistemelor de decontare și compensare a operațiunilor cu titluri de valoare (Sistemul European al Băncilor Centrale – Comitetul autorităților de reglementare în domeniul titlurilor de stat).
Stimularea activităților sectorului privat	
Zona unică de plăți în euro (SEPA)	Proiect pentru realizarea până în anul 2010 a unei piețe complet integrate pentru serviciile de plată de retail în zona euro, fără a se face deosebire între plățile naționale și cele transfrontaliere. SEPA a fost inaugurată în mod oficial în luna ianuarie 2008.
Inițiativa STEP (<i>Short-Term European Paper Initiative</i>)	Dezvoltarea unei piețe paneuropene a titlurilor pe termen scurt pe baza respectării voluntare de către participanți a unui set de norme fundamentale comune. Inițiativa STEP a fost implementată în luna iunie 2006.
Rata medie a dobânzii <i>overnight</i> (EONIA)	Stabilirea unei rate a dobânzii de referință pentru depozitele interbancare <i>overnight</i> negarantate. Se calculează începând cu anul 1999.
Furnizarea de servicii specifice băncilor centrale, care favorizează, de asemenea, integrarea financiară	
TARGET și TARGET2	În anul 1999, Eurosistemul a implementat TARGET, sistemul pentru decontare pe bază brută în timp real a plăților de mare valoare în zona euro; lansarea TARGET2 în anul 2007 a reprezentat etapa următoare către o platformă tehnică unică.
TARGET2-Securities	Inițiativa lansată de Eurosistem în anul 2006 cu scopul de a asigura o platformă unică ce va permite decontarea titlurilor în banii băncii centrale la nivel european. O decizie definitivă cu privire la acest proiect va fi luată la jumătatea anului 2008.
Modelul actual bazat pe conturi de corespondent cu banca centrală (CCBM)	Sistem introdus în anul 1999 care permite transferul transfrontalier al garanțiilor în cadrul Eurosistemului, prin intermediul căruia băncile centrale naționale acționează în calitate de „corespondent” una față de cealaltă și față de BCE. Inițiativa pentru o platformă unică (CCBM2) se află în curs de desfășurare începând cu anul 2007.

... prin furnizarea de servicii specifice băncilor centrale care stimulează integrarea financiară

Tabel 2 Stadiul integrării financiare în zona euro: prezentarea principalelor segmente ale piețelor financiare

Piața	Stadiul de integrare	Infrastructura aferentă
Piețe monetare		
Piața monetară negarantată	„Aproape perfect”	Piața monetară negarantată: integrată complet
Piața monetară garantată	Avansat	Piața monetară garantată: decontarea contravalorii integrată complet; decontarea garanțiilor este afectată de fragmentare (a se vedea piețele de obligațiuni)
Piețe de obligațiuni		
Piața obligațiunilor de stat	Foarte avansat	Fragmentată
Piața obligațiunilor corporative	Satisfăcător	Fragmentată
Piețe de capital	Redus	Foarte fragmentată
Piețe bancare		
Piețe pentru valori mari	Foarte avansat	Integrată complet
Activități aferente piețelor de capital	Avansat	Fragmentată
Sectorul bancar de <i>retail</i>	Foarte redus	Foarte fragmentată

6.2 INTEGRAREA FINANCIARĂ LA ZECE ANI DUPĂ INTRODUCEREA EURO

PREZENTARE GENERALĂ

Progrese semnificative în domeniul integrării financiare

Conform indicatorilor privind integrarea financiară publicați de BCE, progresul înregistrat în zona euro este semnificativ diferit pentru fiecare segment al pieței. Integrarea este mai avansată cu precădere pe segmentele de piață care au legătură directă cu politica monetară unică. Totodată, aceasta depinde de nivelul de integrare a diferitelor infrastructuri financiare. Tabelul 2 oferă o prezentare generală a nivelului de integrare financiară în zona euro pe segmentele importante ale pieței.

În secțiunile următoare este realizată o evaluare mai detaliată a nivelului de integrare financiară a piețelor monetare, a piețelor de capital și de obligațiuni și a piețelor bancare, fiind evidențiate principalele deficiențe.

Caseta 1

CONCLUZII PRELIMINARE ALE ACTIVITĂȚII BCE CU PRIVIRE LA DEZVOLTAREA FINANCIARĂ

Evaluarea complementară a stadiului de dezvoltare financiară

Anumite fricțiuni pot persista pe piețele financiare chiar dacă integrarea financiară este completă. Dezvoltarea financiară contribuie la depășirea acestor dificultăți. Dezvoltarea financiară poate fi înțeleasă ca un proces de inovație financiară și de îmbunătățire instituțională și organizațională a sistemului financiar, care reduce informațiile asimetrice, sporește integritatea piețelor, diminuează costurile de tranzacționare și determină intensificarea concurenței.

Cu toate că dezvoltarea și integrarea financiară sunt strâns corelate, ambele exercitând un impact pozitiv asupra eficienței sistemelor financiare, acestea sunt în egală măsură distincte în sensul că oferă o descriere a diferitelor procese economice. De exemplu, problemele de selecție adversă între investitori care afectează alocarea eficientă a capitalului pot persista chiar și pe o piață complet integrată. Astfel, dezvoltarea sistemului financiar este complementară integrării financiare în procesul de stimulare a eficienței piețelor financiare.

În acest context, BCE a lansat un program analitic de lucru pentru a preciza conceptul de dezvoltare financiară și pentru a stabili indicatorii cantitativi de măsurare a stadiului de dezvoltare a sistemului financiar. Un prim set de indicatori a fost prezentat în ediția din anul 2008 a raportului BCE intitulat *Financial integration in Europe*¹.

Dezvoltarea financiară este un domeniu de cercetare care evoluează permanent și, prin urmare, nu toate aspectele aferente unui sistem financiar pot fi surprinse în totalitate de indicatorii cantitativi. De exemplu, deși legile și regulamentele oficiale sunt mai ușor de măsurat, regulamentele și practicile neoficiale pot fi la fel de importante. Totodată, informațiile privind operațiunile pe piețele de valori mari sunt adeseori disponibile, spre deosebire de informațiile referitoare la operațiunile pe piețele de retail, care au la bază o relație bilaterală.

În pofida acestor restricții, indicatorii disponibili sugerează un anumit grad de eterogenitate între piețele și țările din zona euro. Principalele diferențe se referă la nivelul de eficiență juridică, la tipul și nivelul de securizare, la importanța activităților de negociere pe piețele bursiere și la numărul de operațiuni scripturale pe locuitor.

Față de grupa țărilor de referință, sistemul financiar al zonei euro susține în medie această comparație, exceptând probabil Marea Britanie și Statele Unite, în cazul cărora majoritatea indicatorilor înregistrează rezultate favorabile. Aceste rezultate confirmă necesitatea continuării implementării de reforme structurale în sectoarele financiare din zona euro, precum și utilitatea analizării atât a integrării financiare, cât și a dezvoltării financiare.

¹ A se vedea studiul specific intitulat *Financial development: concepts and measures* în ediția din anul 2008 a raportului, care are la bază publicațiile anterioare ale BCE în domeniu, și anume P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou și M. Lo Duca, *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, Studiul ocazional al BCE nr. 72, septembrie 2007, precum și articolul intitulat *Assessing the performance of financial systems* din Buletinul lunar – octombrie 2005.

PIEȚE MONETARE

Piața monetară din zona euro – segmentul de piață cel mai apropiat de politica monetară unică – a atins un nivel de integrare „aproape perfect” imediat după introducerea monedei euro. Deviația standard între ratele dobânzii EONIA la operațiunile de creditare în țările din zona euro s-a redus drastic până la un nivel apropiat de zero după introducerea euro și s-a menținut stabilă (Graficul 1).

Excepția semnificativă de la nivelul ridicat de integrare a piețelor monetare din zona euro este reprezentată de segmentul instrumentelor de îndatorare pe termen scurt (efecte de comerț și certificate de depozit), în cazul căruia a fost vizibilă persistența unei fragmentări accentuate.

Problemele de lichiditate pe segmentul de titluri pe termen scurt al pieței monetare în contextul turbulențelor pe piețele financiare internaționale din a doua jumătate a anului 2007 au afectat volatilitatea randamentelor pe termen scurt ale pieței monetare, mai ales a ratelor dobânzilor ON. O explicație posibilă constă mai curând în volatilitatea sporită a riscului de credit la nivelul băncilor, decât în gradul ridicat de fragmentare sau în nivelul redus de integrare a acestei piețe.

PIEȚE DE CAPITAL ȘI DE OBLIGAȚIUNI

Înainte de introducerea euro, numeroși factori, îndeosebi riscul valutar, diferențele între ratele inflației și ecarturile între ratele dobânzilor la nivel de țară, costurile ridicate de tranzacționare pentru operațiunile în valută și restricțiile cu privire la operațiunile în valută impuse investitorilor și intermediarilor, au inhibat desfășurarea activităților financiare transfrontaliere. Adoptarea euro a eliminat aceste obstacole și a impulsat integrarea piețelor de valori mobiliare, deși

Piețe monetare integrate aproape în totalitate ...

... cu excepția segmentului de instrumente de îndatorare pe termen scurt

Semnale clare de integrare ...

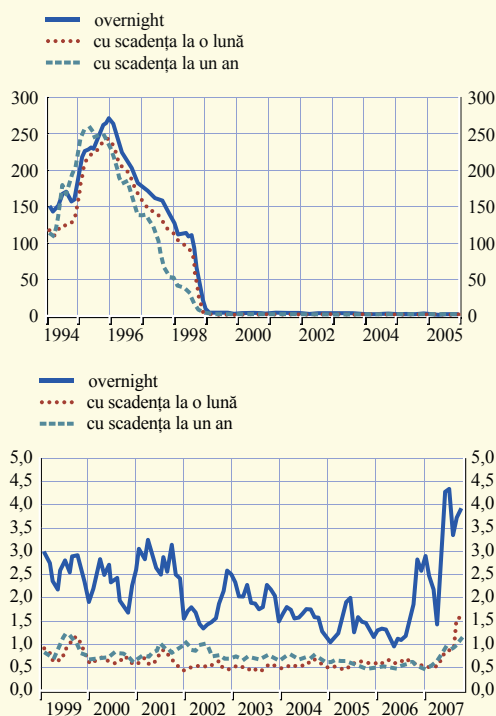
... îndeosebi pe piețele
titlurilor de stat

Progresul este vizibil și
pe piețele de obligațiuni
corporative ...

... și într-o măsură
mai mică pe piețele de
capital

Grafic 1 Deviația standard a ratelor medii ale dobânzilor la creditele negarantate pe piața interbancară în țările din zona euro

(medie mobilă pe 61 de zile; puncte de bază)



Surse: FBE și calcule BCE.

la niveluri diferite în funcție de segmentul de piață.

Cele mai rapide progrese în domeniul integrării financiare au fost observate pe piața titlurilor de stat, unde randamentele au fost convergente, fiind determinate într-o măsură din ce în ce mai mare de factori comuni, în pofida impactului exercitat în continuare de factori specifici, precum diferențele de lichiditate și existența piețelor de instrumente derivate complexe care sunt dependente de piețele de obligațiuni. De asemenea, persistența divergențelor poate indica diferențele (percepute) în ceea ce privește riscul de credit, ceea ce n-ar trebui să reprezinte un indiciu al unei integrări insuficiente².

Totodată, înființarea uniunii monetare a stimulat integrarea pieței de obligațiuni corporative, întrucât diferitele piețe care au fost anterior clasificate în funcție de valute au evoluat către o piață unică și diversificată în euro. Prin urmare, factorii specifici fiecărei țări au devenit mai puțin importanți în stabilirea prețurilor obligațiunilor corporative și a *spread*-urilor.

Evoluția componentei transfrontaliere a por-

to-foliilor confirmă în egală măsură faptul că piețele titlurilor de stat și cele de obligațiuni corporative sunt foarte bine integrate. De exemplu, deținerile de obligațiuni transfrontaliere pe termen lung au sporit considerabil în ultimul deceniu. În cazul instituțiilor financiare monetare³, aceste obligațiuni au crescut de la aproximativ 15% în anul 1999 la aproape 40% în anul 2007 (Graficul 2). Totodată, deținerile de obligațiuni emise de societățile nefinanciare au înregistrat un avans substanțial de la un nivel extrem de scăzut, ceea ce sugerează faptul că investitorii își diversifică din ce în ce mai mult portofoliile în cadrul zonei euro.

Integrarea piețelor de capital este mai puțin evidentă, dar se fac resimțite primele semne de îmbunătățire. Încă de la începutul anilor '90, integrarea piețelor de capital s-a desfășurat într-un ritm mai rapid în zona euro față de restul lumii, cu toate că șocurile la nivel local explică în continuare cea mai mare parte a varianței ratelor randamentelor (Graficul 3). În perioada 1997-2005, investitorii din zona euro și-au dublat deținerile de titluri emise în alte țări din zona euro până la 29% din portofoliile proprii de titluri emise în zona euro, în timp ce ponderea titlurilor deținute în afara zonei euro a fost în continuare scăzută, înregistrând doar o creștere marginală.

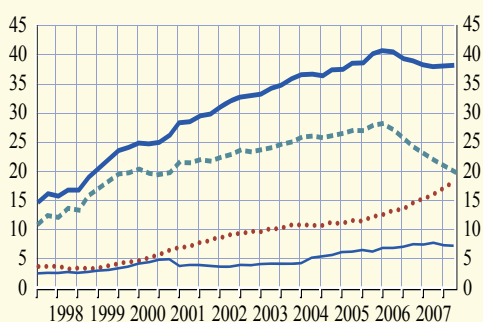
2 Creșterea substanțială a *spread*-urilor aferente obligațiunilor de stat din zona euro față de obligațiunile emise de statul german începând cu luna iulie 2007 pare să fi fost determinată mai curând de problemele de lichiditate cauzate de turbulențele pe piața financiară, decât de diferențele de risc de credit la nivel de țară.

3 Instituțiile financiare monetare cuprind instituțiile financiare care formează sectorul emitent de monedă al zonei euro. Acestea includ Eurosistemul, instituțiile de credit rezidente, precum și toate celelalte instituții financiare rezidente a căror activitate constă în atragerea de depozite și/sau substitute ale acestora de la alte entități, cu excepția instituțiilor financiare monetare, în cont propriu (cel puțin în termeni economici), acordarea de împrumuturi și/sau investițiile în valori mobiliare. Categoria din urmă include mai ales fondurile de pe piața monetară.

Grafic 2 Componenta transfrontalieră a deținerilor IFM de instrumente de îndatorare emise de non-IFM din zona euro și din UE: solduri în funcție de rezidența emitentului

(ponderea în totalul deținerilor, exclusiv Eurosistemul; procente)

- alte țări din zona euro – obligațiuni de stat și corporative
- alte țări din zona euro – obligațiuni corporative
- - - - - alte țări din zona euro – obligațiuni de stat
- restul UE – obligațiuni de stat și corporative

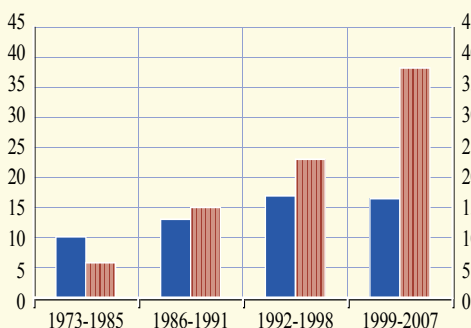


Sursa: BCE.

Grafic 3 Proportia varianței rentabilității capitalului la nivel local explicată prin intermediul șocurilor care au afectat zona euro și SUA

(procente)

- șocuri în SUA
- șocuri în zona euro



Sursa: Thomson Financial Datastream și calcule BCE.

PIEȚE BANCARE

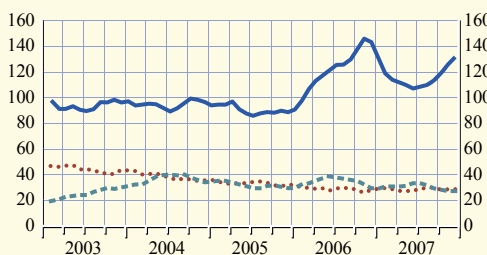
Referitor la piețele bancare din zona euro, în pofida semnelor evidente de creștere a integrării pentru plățile cu valori mari și pentru operațiunile desfășurate pe piețele de capital, sectorul bancar de retail a rămas mai fragmentat. Distribuția geografică la nivelul zonei euro a ratelor dobânzilor bancare, în special a celor asociate creditelor de consum, s-a menținut la un nivel relativ ridicat (Graficul 4).

Ecarturile între ratele dobânzilor bancare pot reflecta numeroși factori, precum situația economică diferită la nivel de țară (riscul de credit și de dobândă, dimensiunea companiilor, structura industrială și evoluția pieței de capital), factorii instituționali (fiscalitatea, reglementarea, supravegherea bancară și protecția consumatorului) și structurile financiare (importanța relativă a intermedierei bancare față de finanțarea pieței și concurența existentă între aceste două tipuri de finanțare)¹. În pofida diferențelor semnificative, există totuși indicii ale unui proces de convergență gradual.

Grafic 4 Deviația standard la nivel de țară a ratelor dobânzilor aplicate de IFM creditelor acordate populației

(puncte de bază)

- credite de consum: cu scadența între 1 an și 5 ani
- credite imobiliare: cu rata variabilă a dobânzii și rata inițială fixă până la un an
- - - - - credite imobiliare: cu rata inițială fixă între 5 și 10 ani



Sursa: BCE.

Progres general, dar nivel redus al integrării sectorului bancar de retail

¹ A se vedea raportul BCE intitulat *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, publicat în luna septembrie 2006.

6.3 FACTORII DETERMINANȚI ȘI OBSTACOLELE ÎN CALEA PROCESULUI DE INTEGRARE FINANCIARĂ

6.3.1 PIEȚELE MONETARE

INTEGRAREA INFRASTRUCTURILOR FINANCIARE, UN FACTOR DETERMINANT AL PROCESULUI

Integrarea solidă a sistemelor de plăți de mare valoare este unul dintre factorii cheie care au permis realizarea sustenabilă a integrării piețelor monetare. Aceasta a permis desfășurarea sigură și eficientă a operațiunilor de plată interbancare în cadrul zonei euro.

Înainte de lansarea euro, țările care se pregăteau să formeze zona euro aveau propriile monede, politici monetare, piețe monetare și sisteme de plăți și decontare. Deși aceste piețe și infrastructuri naționale au funcționat corect multe decenii în țările respective, acestea nu erau totuși suficiente pentru a răspunde nevoilor noii zone euro. Fragmentarea acestora și lipsa unor infrastructuri comune au frânat dezvoltarea activităților transfrontaliere. Era evident că aceste infrastructuri fragmentate ale pieței nu puteau sprijini implementarea politicii monetare a BCE și funcționarea pieței monetare în euro. Astfel, s-a hotărât crearea unor noi dispozitive: sistemul TARGET¹ pentru decontarea în moneda băncii centrale a plăților în euro și Modelul de bancă centrală corespondentă (CCBM), pentru transferul transfrontalier al activelor depuse drept garanție în cadrul operațiunilor de credit ale Eurosistemului.

Banca centrală este „banca băncilor”. Când băncile efectuează între ele plăți de mare valoare, acestea preferă să deconteze aceste tranzacții în registrele băncii centrale pentru a evita expunerile la riscul de credit interbancar. În cadrul unui sistem de decontare pe bază brută în timp real, plățile sunt efectuate în moneda băncii centrale, având un caracter definitiv în cursul zilei respective, iar fondurile sunt imediat disponibile pentru a fi reutilizate. Odată cu introducerea sistemului TARGET de către Eurosistem în luna ianuarie 1999, acest serviciu a devenit disponibil pentru moneda euro.

De la lansare, acest sistem a devenit unul de referință pentru procesarea plăților în euro în ceea ce privește viteza, fiabilitatea, orele de deschidere și nivelul serviciului. Plățile, având o legătură directă cu operațiunile Eurosistemului sunt decontate prin intermediul sistemului TARGET. Astfel, decontarea unei operațiuni de politică monetară afectează conturile acelor contrapartide care participă la operațiunea respectivă. Nu toate instituțiile de credit participă la operațiunile cu Eurosistemul, motiv pentru care efectul acestor operațiuni asupra lichidității se repercutează ulterior asupra sistemului bancar prin intermediul pieței monetare. Tranzacțiile efectuate pe piața monetară se soldează cu plăți care, la rândul lor, sunt decontate în principal prin sistemul TARGET. Accesul larg la sistem asigură posibilitatea ca toate instituțiile de credit să aibă acces direct la un set comun de facilități de decontare în moneda băncii centrale fără să fie nevoite să facă apel la concurenți. Astfel, fondurile în moneda băncii centrale pot fi transferate direct între contrapartidele din întreaga zonă euro, dobândind un caracter definitiv în cursul zilei respective. Acest serviciu este, de asemenea, disponibil în unele țări UE care nu fac parte din zona euro, ale căror bănci centrale au ales să se conecteze la sistem.

În calitate de infrastructură principală a plăților interbancare de mare valoare și urgente și pentru a răspunde nevoilor clienților săi și ale piețelor financiare în general, TARGET are un orar de funcționare prelungit, fiind deschis zilnic, cu excepția zilelor de sâmbătă și duminică și a altor șase zile pe an. Zilele de operare sunt, de facto, zilele de decontare a operațiunilor în euro de pe piețele financiare, precum și a operațiunilor valutare care implică euro.

¹ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

Sistemul TARGET al Eurosistemului și CCBM susține euro și piața monetară

TARGET facilitează decontarea sigură și eficientă ...

... și implementarea politicii monetare

Proiectarea inițială a TARGET s-a bazat pe principiul armonizării minime și pe o arhitectură descentralizată, unind diferitele sisteme existente la nivel național. Cu toate acestea, ca reacție la creșterea cererii de servicii mai elaborate și armonizate din partea instituțiilor financiare, Eurosistemul a demarat în luna octombrie 2002 dezvoltarea unei aplicații îmbunătățite, care să permită trecerea de la un „sistem al sistemelor” la o singură platformă comună. Acest sistem de a doua generație, TARGET2, a fost lansat pe 19 noiembrie 2007 și a înlocuit pe deplin vechiul sistem TARGET pe 19 mai 2008.

Se așteaptă ca noul sistem să sporească gradul de integrare a plăților de mare valoare, oferind participanților un serviciu armonizat, un sistem unic de tarifare pentru operațiunile interne și transfrontaliere și un set armonizat de servicii de decontare în moneda băncii centrale pentru decontarea definitivă a mării majorități a sistemelor de plată și de transfer de titluri în euro. În plus, noul sistem permite băncilor să continue să îmbunătățească administrarea plăților și a lichidității. Dacă utilizatorii din mai multe țări au fost nevoiți să mențină un număr mare de interfețe tehnice de comunicare în cadrul sistemului anterior, în prezent aceștia pot monitoriza conturile sucursalelor lor din diferite țări dintr-un singur loc. Totodată, acești utilizatori își pot centraliza și operațiunile de plată, o etapă care ar trebui să le ofere noi avantaje specifice economiilor importante, o mai mare eficiență din punct de vedere al vitezei și al calității și să le permită să se adapteze la un mediu care evoluează rapid în domeniul plăților.

TARGET2 pentru integrarea și eficientizarea sistemelor de plăți de mare valoare

Integrarea rapidă a piețelor monetare din zona euro în luna ianuarie 1999 a fost facilitată în mare măsură de serviciile de decontare oferite de sistemul TARGET și de operarea fără sincope a acestuia. În plus, dacă în 1999 existau 21 de sisteme de plăți de mare valoare în euro, în 2008 nu mai sunt decât trei. Crearea, buna funcționare și continua îmbunătățire a sistemului oferă un exemplu de reușită a Eurosistemului care a contribuit la integrarea infrastructurilor financiare și a diferitelor piețe financiare. Dintre sistemele actuale, TARGET2 deține cea mai mare cotă de piață atât în ceea ce privește valoarea, cât și volumul plăților procesate². În prezent, acesta procesează un volum zilnic de aproximativ 2 400 miliarde euro! Astfel, volumul consemnat în 3½ zile lucrătoare corespunde PIB total anual al zonei euro. Volumul cel mai important înregistrat într-o singură zi a fost de 3 387 miliarde euro.

Valoare zilnică de 2 400 miliarde euro

Un alt serviciu important al Eurosistemului care contribuie la integrarea pieței monetare este CCBM, care permite transferul transfrontalier al activelor depuse drept garanție în cadrul zonei euro. Potrivit statutului său, toate operațiunile de credit ale Eurosistemului trebuie să se bazeze pe garanții adecvate. În plus, cadrul operațional al Eurosistemului prevede că toate activele eligibile pentru operațiunile de credit ale Eurosistemului pot fi folosite drept garanții de către toate contrapartidele Eurosistemului, indiferent de locul unde se află activele sau contrapartida respectivă.

CCBM a înlesnit transferul transfrontalier al garanțiilor

...

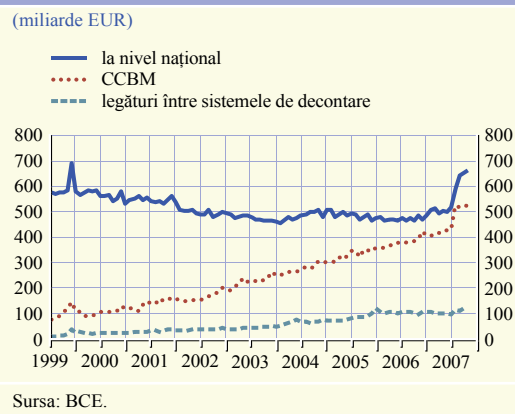
În momentul introducerii monedei euro, infrastructurile piețelor europene de valori mobiliare erau puternic segmentate, iar rețeaua de legături dintre sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare era incompletă. În absența unui aranjament adecvat privind transferul transfrontalier al garanțiilor, Eurosistemul a introdus, în 1999, CCBM ca pe o soluție tranzitorie, în așteptarea adoptării în timp a unor soluții mai bune de către participanții pe piață. În condițiile în care există un astfel de aranjament, contrapartidele obțin credite de la propria bancă centrală pe baza garanțiilor transferate la o altă bancă centrală din Eurosistem („banca centrală corespondentă”). Între timp, acest serviciu a devenit principalul canal pentru utilizarea garanțiilor pe bază transfrontalieră în operațiunile de credit ale Eurosistemului.

² TARGET2 reprezintă 89% din valoare și 60% din volumul fluxurilor care circulă prin toate sistemele de plăți de mare valoare care funcționează în euro. Acesta procesează în medie pe zi mai mult de 360 000 plăți și este unul dintre cele mai importante sisteme de plăți de mare valoare din lume, alături de *Fedwire* din Statele Unite și *Continuous Linked Settlement* (CLS), sistemul internațional de decontare a tranzacțiilor valutare.

... susținând utilizarea pe scară tot mai largă a garanțiilor transfrontaliere

Serviciul CCBM a contribuit considerabil la funcționarea cadrului de garantare al Eurosistemului și a sprijinit în mare măsură folosirea pe scară din ce în ce mai largă a garanțiilor pe bază transfrontalieră. Într-adevăr, contrapartidele Eurosistemului și-au diversificat portofoliile de garanții, majorând ponderea investițiilor lor în active provenind din alte țări din zona euro. Totodată, grupurile bancare internaționale au centralizat din ce în ce mai mult administrarea lichidității și a garanțiilor la nivel de grup. Valoarea activelor transferate prin acest serviciu a crescut de la 162,7 miliarde euro în 1999 la 557,9 miliarde euro în decembrie 2007, ceea ce reprezintă 39,6% din totalul garanțiilor transferate la Eurosistem la acel moment (Graficul 5). În 2006, utilizarea transfrontalieră a garanțiilor reprezenta 50,2% din totalul garanțiilor depuse la Eurosistem, depășind pentru prima dată utilizarea internă. În 2007, în termeni relativi, 81,5% din garanțiile transferate transfrontalier au fost canalizate prin CCBM, în timp ce ponderea garanțiilor transferate cu ajutorul legăturilor dintre sistemele de decontare a ajuns la 18,5%.

Grafic 5 Valoarea garanțiilor transferate de contrapartide pentru operațiunile de credit ale Eurosistemului



În prezent sunt depuse eforturi pentru continuarea îmbunătățirii serviciului furnizat de Eurosistem prin stabilirea unei platforme tehnice unice (CCBM2) în vederea furnizării unui serviciu identic atât pentru operațiunile interne, cât și pentru cele transfrontaliere. Această platformă va oferi, cu prioritate, un serviciu îmbunătățit pentru administrarea garanțiilor pentru Eurosistem, creând totodată și oportunități importante pentru contrapartidele acestuia de a reduce în continuare complexitatea și costurile operațiunilor *back-office* și de a îmbunătăți modul de administrare a lichidității și a garanțiilor. În plus, noul sistem va crea sinergii cu sistemele TARGET2 și TARGET2-Securities (Secțiunea 6.3.2 privind piața obligațiunilor și piața bursieră). Pentru a aprecia foarte bine care sunt nevoile utilizatorilor, Eurosistemul dezvoltă noul sistem în strânsă cooperare cu participanții pe piață.

MĂSURI PENTRU DEPĂȘIREA FRAGMENTĂRII PIEȚEI TITLURILOR PE TERMEN SCURT

Piața instrumentelor de îndatorare pe termen scurt din zona euro a rămas destul de fragmentată, așa cum s-a precizat anterior. Diferențele privind normele pieței au contribuit semnificativ la obstrucționarea apariției unei piețe paneuropene. În acest context, în 2001 Euribor ACI³ a lansat inițiativa STEP (*Short-Term European Paper*) cu scopul de: (i) a identifica un set de norme și practici de piață comune care să promoveze integrarea pieței și (ii) a stimula respectarea de către participanții pe piață a acestor norme prin acordarea unei etichete comune programelor de emisiune care sunt în conformitate.

În iunie 2006, Euribor ACI și Federația bancară europeană Euribor⁴ au semnat Convenția de piață STEP, care stabilește criteriile și procedurile pentru acordarea și retragerea etichetei STEP în cazul emisiunilor de instrumente de îndatorare pe termen scurt. Noua piață a fost acceptată imediat. De exemplu, în luna septembrie 2007, titlurile exprimate în euro purtând eticheta STEP reprezentau deja aproximativ 30% din toate titlurile pe termen scurt exprimate în euro plasate de emitenții

³ Euribor ACI este una dintre asociațiile de piață care administrează indicii EURIBOR și EONIA.

⁴ Federația Bancară Europeană (FBE) a susținut Euribor ACI în dezvoltarea proiectului începând cu luna mai 2005.

Se depun eforturi pentru îmbunătățirea în continuare a serviciilor de depunere a garanțiilor

Inițiativa STEP pentru stabilirea unor norme de piață comune ...

...a fost lansată în luna iunie 2006

neguvernamentali la nivel mondial. În mod similar, în decembrie 2007, volumul respectivelor programe a ajuns la 320 miliarde euro, în creștere de la 60 miliarde euro în iulie 2006, la o lună după semnarea convenției de piață.

Deși proiectul STEP a fost o inițiativă a pieței pentru stimularea integrării pe segmentul instrumentelor de îndatorare pe termen scurt, Eurosistemul a jucat un rol-cheie în reușita acestui proiect. După impulsul inițial de a lansa proiectul, BCE a contribuit și la dezvoltarea și implementarea acestuia. În timpul fazei pregătitoare, BCE a înlesnit coordonarea la nivelul jucătorilor pe piață implicați, a contribuit la dezvoltarea convenției de piață și a oferit asistență juridică. Totodată, BCE a acționat în sensul popularizării proiectului în rândul participanților pe piață și al publicului. De la lansarea oficială a noii piețe, BCE și nouă BCN din Eurosistem au acordat asistență tehnică Secretariatului STEP. În plus, BCE a furnizat periodic date statistice privind randamentele și volumele pe piața STEP și a publicat respectivele informații pe *website*-ul său. Aceste statistici, care au fost permanent îmbunătățite de-a lungul timpului, sunt fundamentale pentru creșterea transparenței pieței având în vedere faptul că aceasta va juca un rol important în consolidarea procesului de integrare a pieței titlurilor pe termen scurt în următorii ani.

6.3.2 PIEȚELE DE OBLIGAȚIUNI ȘI PIEȚELE BURSIERE

PROGRESUL ÎNREGISTRAT DE CADRUL EUROPEAN DE SUPRAVEGHERE ȘI REGLEMENTARE FINANCIARĂ

Progresul înregistrat de procesul de integrare a piețelor de obligațiuni și a piețelor bursiere din zona euro constituie un exemplu în ceea ce privește modul în care sectorul public poate să elimine obstacolele instituționale din calea dezvoltării finanțării transfrontaliere. Introducerea euro a demonstrat că nu se poate profita de întregul potențial al monedei unice privind stimularea integrării financiare decât dacă este completat de un cadru UE îmbunătățit, care să înlăture barierele din calea operațiunilor transfrontaliere și să asigure stabilitatea pieței unice. În ultimii ani, au fost întreprinse două inițiative importante în acest sens: Planul PASF – Planul de acțiune pentru serviciile financiare (FSAP – Financial Services Action Plan) și stabilirea „cadrului Lamfalussy” pentru supravegherea și reglementarea financiară.

Planul PASF, lansat în 1999, a constituit o îmbunătățire majoră a legislației UE privind serviciile financiare. Acesta a cuprins 42 propuneri legislative cheie ale Comisiei Europene pentru actualizarea reglementărilor UE existente, în concordanță cu evoluția pieței, și pentru extinderea gradului de armonizare a reglementărilor europene, în conformitate cu obiectivul pieței unice. În timp ce FSAP a avut în vedere întregul sector financiar, majoritatea inițiativelor au vizat piețele titlurilor. Printre principalele măsuri în acest sens s-au numărat Directiva privind piețele instrumentelor financiare (*Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*), Directiva privind transparența financiară, Directiva privind abuzurile de piață și Directiva prospect (*Prospectus Directive*)⁵.

Pe baza realizărilor PASF, în decembrie 2005 Comisia a adoptat o Carte Albă privind politica serviciilor financiare din UE pentru anii 2005-2010. Cartea Albă prevede ca principală prioritate a politicii serviciilor financiare din UE în următorii ani, în special pe segmentul piețelor titlurilor, asigurarea unei implementări eficiente și conforme a măsurilor FSAP și consolidarea și simplificarea legislației UE existente. Alte posibile inițiative nu vizează decât un număr limitat de domenii urmărite cu atenție, în special serviciile de compensare și decontare și serviciile financiare de retail.

Cadrul Lamfalussy pentru supravegherea și reglementarea financiară a fost implementat în domeniul titlurilor în anul 2001 și a sporit semnificativ viteza și flexibilitatea procesului de reglementare UE, stimulând totodată și implementarea omogenă a reglementărilor UE la nivel național, în special a

Rolul de catalizator al Eurosistemului a permis această reușită

Progres favorizat de acțiunea eficientă a sectorului public ...

... inclusiv Planul de Acțiune pentru Serviciile Financiare ...

... strategia privind politica de urmat în perioada 2005-2010 ...

... și introducerea cadrului Lamfalussy

⁵ Articolul intitulat *Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability* din Buletinul lunar – noiembrie 2004 oferă o analiză generală a principalelor măsuri PASF.



directivelor privind piețele titlurilor adoptate în cadrul PASF. Acest cadru se bazează pe o abordare inovatoare pe patru niveluri a legislației financiare: principiile de bază ale legislației sunt prevăzute tot printr-un proces legislativ normal, cu adoptarea de către Parlamentul European și Consiliu (nivelul 1). Cu toate acestea, detaliile tehnice ale legislației care ar trebui menținute în conformitate cu evoluțiile pieței și cu cele privind reglementarea pot fi adoptate de către Comisie printr-o procedură simplificată și accelerată (nivelul 2), cu participarea comitetelor de reglementare sectorială, inclusiv a autorităților de resort naționale și europene. Nivelul 3 cuprinde eforturile comitetelor sectoriale ale supraveghetorilor naționali de a asigura o implementare sistematică și rapidă a măsurilor de la nivelul 1 și 2 la scară națională. În cele din urmă, nivelul 4 se referă la măsurile Comisiei care vizează o mai bună aplicare a legislației europene, susținută de o cooperare mai strânsă între statele membre, organele acestora de reglementare și sectorul privat⁶.

Funcționarea cadrului Lamfalussy – care începând cu anul 2003 a fost implementat atât în sectorul asigurărilor, cât și în cel bancar – a fost monitorizată îndeaproape, mai multe îmbunătățiri fiind deja aduse sau fiind în prezent supuse analizei. Principalul obiectiv al acestor măsuri este acela de a beneficia de toate avantajele procesului, promovând o convergență și o cooperare mai strânsă în vederea implementării reglementărilor UE.

BCE și Eurosistemul au contribuit în mod activ la stabilirea și implementarea PASF și a cadrului Lamfalussy, precum și la proiectele ce vor fi prezentate în Capitolul 7.

NECESITATEA DE A CONSOLIDA INTEGRAREA INFRASTRUCTURILOR PIEȚEI

Integrarea piețelor de acțiuni și a celor de obligațiuni se bazează pe integrarea infrastructurilor care stau la baza acestora, în special pe cea a sistemelor de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare și pe cea a sistemelor contrapartidelor centrale. Cu toate acestea, integrarea infrastructurilor pieței nu a progresat în același ritm precum cea a sistemelor de plăți de mare valoare. Aceasta s-a datorat în mare parte complexității intrinsece a titlurilor care a dus la diferențe privind practicile, regimurile juridice, de reglementare și fiscale în funcție de diferitele piețe naționale. De la lansarea sistemului TARGET în anul 1999, plățile transfrontaliere au reprezentat aproximativ 20-25% din volumul total și 35% din valoarea totală a plăților în zona euro. În schimb, deși sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare au depus un efort special să stabilească legături între ele, utilizarea acestora pentru operațiuni transfrontaliere a fost nesemnificativă (sub 1% din volumul total/valoarea totală).

Dacă în cazul obligațiunilor infrastructura post-tranzacționare este fragmentată, în cel al acțiunilor gradul de fragmentare este și mai mare. Operațiunile transfrontaliere de decontare a tranzacțiilor cu obligațiuni sunt în mare parte concentrate în cadrul a două sisteme internaționale de depozitare a titlurilor, în timp ce operațiunile transfrontaliere de decontare a operațiunilor cu acțiuni continuă să se bazeze în principal pe sistemele naționale de depozitare a titlurilor.

Gradul mare de fragmentare presupune costuri post-tranzacționare semnificative pentru tranzacțiile transfrontaliere cu titluri în cadrul UE, reduce potențialul economiilor de scală și obstrucționează crearea unor condiții de concurență echitabile. Deși este comparabilă cu Statele Unite în ceea ce privește importanța economică, Europa se situează în urma acestora în ceea ce privește volumul și costurile tranzacțiilor pe piețele de titluri. Diferențialul de cost este deosebit de semnificativ în ceea ce privește decontarea operațiunilor transfrontaliere.

Mai multe inițiative importante și complementare ale sectoarelor public și privat au fost puse în aplicare pentru remedierea acestei situații. În primul rând, au fost identificate obstacolele care stau în calea integrării, care provin din diferențele între practicile de pe piață și din prevederile legale, fiscale

6 A se vedea articolul menționat anterior pentru o descriere mai amănunțită a cadrului Lamfalussy.

Eurosistemul a contribuit prin rolul său de consultant

Integrarea limitată a infrastructurii pieței titlurilor ...

... are drept rezultat comisioane mari de tranzacționare

Mai multe inițiative pentru îmbunătățirea situației

și cele privind reglementarea, iar în prezent sunt depuse eforturi pentru îndepărtarea lor. În al doilea rând, pentru facilitarea integrării și concurenței asociațiile profesioniste reprezentând aceste activități au semnat în noiembrie 2006 un „Cod de conduită privind compensarea și decontarea operațiunilor cu instrumente financiare” a cărui implementare este în prezent monitorizată îndeaproape. În al treilea rând, pentru promovarea unei mai mari convergențe a sistemelor naționale de compensare și decontare a operațiunilor cu instrumente financiare cu cele mai înalte standarde de siguranță și eficiență, SEBC și Comitetul Autorităților Europene de Reglementare (CESR – *Committee of European Securities Regulators*) elaborează împreună recomandări pentru siguranța și fiabilitatea infrastructurilor europene de post-tranzacționare.

Elementul care lipsește din strategia actuală privind o infrastructură integrată a titlurilor în cadrul unei Piețe unice este crearea unei platforme de decontare comună și neutră care să stimuleze interoperabilitatea și concurența reală între furnizorii de servicii. Sprijinindu-se pe capacitatea sa de a promova integrarea financiară prin furnizarea de servicii specifice unei bănci centrale, Eurosistemul a propus recent proiectul TARGET2-Securities (T2S) pentru a răspunde acestei nevoi.

Această inițiativă se bazează pe strânsa legătură dintre serviciile oferite de sistemele de depozitare a titlurilor și băncile centrale în domeniul titlurilor. O operațiune de decontare a titlurilor constă în general în transferul de numerar (brațul titluri) și transferul de numerar (brațul numerar). Dacă transferul de numerar este înregistrat în registrele băncii centrale, se consideră ca fiind efectuat în moneda băncii centrale. Pentru a evita riscul de credit, efectuarea unei părți a tranzacției (brațul titluri sau brațul numerar) este condiționată de realizarea celeilalte părți a tranzacției (mecanism denumit „livrare contra plată”). Cu toate acestea, deși acest serviciu este foarte eficient în cadrul fiecărei țări, până în prezent aproape că nu a fost propus pentru tranzacțiile transfrontaliere din Europa.

Deținerea de conturi de titluri și de conturi în moneda băncii centrale pe aceeași platformă în scopul decontării este considerată cel mai eficient mod de a realiza cele două transferuri (de titluri și numerar) reprezentând etapele aceleiași operațiuni cu titluri. Prin lansarea TARGET2, Eurosistemul oferă în prezent o singură platformă pentru decontarea plăților în moneda băncii centrale (brațul numerar). Totuși, titlurile sunt în continuare deținute pe platforme multiple (cele ale diferitelor sisteme de depozitare a titlurilor). Transferul conturilor exprimate în moneda băncii centrale către multiplele platforme de decontare a titlurilor ar fi compromis considerabil avantajele obținute prin trecerea la o platformă unică de decontare a plăților.

În consecință, cu proiectul T2S, Eurosistemul propune ca platformele de titluri să își transfere conturile de titluri către o platformă unică și neutră, care să fie operată de Eurosistem atât în cazul titlurilor, cât și în cel al plăților. Toate platformele de decontare a titlurilor vor fi invitate să își dea acordul pentru transferul conturilor de titluri către sistemul T2S în vederea integrării complete a tuturor activităților de decontare și derulării unor operațiuni transfrontaliere de decontare la fel de ieftine și eficiente ca și operațiunile de decontare efectuate în prezent la nivel național.

T2S ar favoriza în același timp și economiile de scală și concurența. Economii de scală ar putea apare ca urmare a utilizării unei platforme unice de decontare a titlurilor în moneda băncii centrale. Aceasta ar permite nu numai diminuarea costurilor, în special a costurilor aferente operațiunilor transfrontaliere de decontare, ci și constituirea de către participanții pe piață a unor fonduri comune de lichiditate și garanții, reducând astfel costurile de oportunitate. În ceea ce privește concurența, sistemele de decontare a titlurilor ar continua să furnizeze servicii, altele decât cele de decontare. Cu toate acestea, utilizarea unei platforme comune de decontare ar permite participanților pe piață și investitorilor o mai mare libertate de a se hotărî asupra sistemului în care doresc să își păstreze anumite titluri. Proiectul T2S va încuraja platformele de decontare a titlurilor să ofere participanților posibilitatea de a-și centraliza titlurile într-un singur loc. În acest fel va fi mai ușor de ales un furnizor de servicii pe baza costurilor și a serviciilor oferite decât în funcție de locul în care este înregistrat titlul respectiv. Se așteaptă ca intensificarea concurenței să ducă la o diminuare a comisioanelor.

Platforma de decontare T2S a Eurosistemului menită să completeze eforturile în domeniu

Utilizarea T2S pentru derularea unor operațiuni transfrontaliere de decontare la fel de ieftine și eficiente ca și operațiunile naționale de decontare ...

... pentru folosirea în mod mai eficient a lichidității și a garanțiilor ...

... și pentru stimularea concurenței

Adoptarea deciziei finale privind proiectul la jumătatea anului 2008

Promovând T2S, Eurosistemul încearcă să implice toți acționarii de seamă. Realizările proiectului T2S sunt în această fază rezultatul mai multor luni de cooperare intensivă între sutele de experți provenind de la sistemele de depozitare a titlurilor, bănci comerciale și bănci centrale. Acest mod de lucru este foarte apreciat de operatorii din acest sector și va fi folosit și în următoarele etape ale proiectului. Se așteaptă ca în vara anului 2008 Consiliul guvernatorilor să hotărască dacă se va trece la etapa următoare a proiectului. Lansarea sistemului T2S este prevăzută pentru anul 2013.

6.3.3 PIEȚELE BANCARE

ÎMBUNĂȚĂRI ADUSE CADRULUI COMUNITAR DE SUPRAVEGHERE ȘI REGLEMENTARE A BĂNCILOR TRANSFRONTALIERE

Dezvoltarea activităților bancare transfrontaliere - un proces determinat de piață

Grupurile bancare transfrontaliere constituie un element-cheie în procesul de integrare, dat fiind faptul că sporesc competiția și promovează elemente inovatoare în domeniul serviciilor și al produselor financiare datorită dezvoltării lor transfrontaliere. Îndepărtarea obstacolelor instituționale din calea activității bancare transfrontaliere a devenit astfel o chestiune importantă în ultimii ani. Principalele priorități în acest sens sunt eliminarea impedimentelor din calea activității transfrontaliere de fuzionări și achiziții (F&A) și sprijinirea funcționării eficiente și continue a grupurilor bancare transfrontaliere.

Mai multe măsuri UE pentru eliminarea obstacolelor instituționale ...

Mai multe inițiative au fost adoptate pentru îmbunătățirea cadrului UE privind activitățile bancare transfrontaliere în domeniul supravegherii și reglementării bancare, al supravegherii comportamentului pieței, al fiscalității și al drepturilor companiilor⁷. S-au făcut eforturi importante pentru modernizarea supravegherii grupurilor transfrontaliere și pentru stimularea convergenței cerințelor naționale. Consolidarea mecanismului privind interacțiunile dintre țara de origine și țara gazdă, adoptat în 2006 conform Directivei privind cerințele de capital (*Capital Requirements Directive – CRD*)⁸, și extinderea menționată anterior a cadrului Lamfalussy către sectorul bancar constituie în acest sens două obiective de referință. Între timp au fost lansate și inițiativele privind consolidarea acordurilor UE referitoare la supraveghere (Capitolul 7).

... susținute în mod activ de Eurosistem

În plus, strategia Comisiei privind serviciile financiare pentru perioada 2005-2010 cuprinde o serie de măsuri adoptate cu atenție pentru înlesnirea activităților transfrontaliere de pe segmentul serviciilor bancare destinate persoanelor fizice, de exemplu cu privire la creditul ipotecar, transferabilitatea conturilor bancare și accesul transfrontalier la informațiile referitoare la credit.

Pe lângă contribuția pe care o au în ceea ce privește consolidarea legislației UE referitoare la băncile transfrontaliere, BCE și Eurosistemul colectează, de asemenea, informații cu privire la evoluția înregistrată de grupurile bancare care derulează activități transfrontaliere importante în cadrul UE. În special, începând cu anul 2002, Comitetul de supraveghere bancară a efectuat un sondaj o dată la doi ani privind aceste grupuri. Cele trei sondaje au indicat o internaționalizare în creștere în ultimii ani, în mare parte ca urmare a activității transfrontaliere de fuzionări și achiziții. Dacă numărul grupurilor incluse în analiză nu a crescut decât ușor – de la 41 la 46 între anul 2001 și 2006 – activele consolidate din eșantion au crescut cu 54% în această perioadă, în timp ce ponderea acestuia în activele bancare consolidate ale UE s-a majorat la 68%. Băncile care derulează activități transfrontaliere semnificative dețin astfel o pondere importantă – și în creștere – în totalul activelor bancare ale UE⁹.

⁷ Un studiu specific intitulat *Strengthening the EU framework for cross-border banks* din ediția pe 2007 a raportului BCE *Financial Integration in Europe* oferă o analiză generală a respectivelor inițiative.

⁸ Directiva CRD a implementat Acordul Basel II, un acord internațional de referință care stabilește noi cerințe privind adecvarea capitalului, mai cuprinzătoare și mai sensibile la caracteristicile riscurilor pentru băncile din UE. Aceasta a introdus o serie de noi elemente, ținând seama de caracteristicile reglementării UE. În special, având în vedere stadiul avansat de integrare financiară din UE și nivelul ridicat de legături sistemice și de interdependențe dintre autorități, CRD a introdus cerințe mai mari privind cooperarea dintre supraveghetorii din țara de origine și cei din țara gazdă.

⁹ Mai multe informații privind sfera de aplicare și rezultatele exercițiilor de cartografie (*mapping*) din 2001 și 2003 pot fi găsite în articolul intitulat *International activities of large EU banking groups* din raportul pe anul 2005 al BCE privind structurile bancare din UE. Ediția din anul 2006 a raportului prezintă principalele rezultate ale exercițiului de cartografie din 2005. Concluziile din 2005 sunt de asemenea evaluate în publicația *Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, care este disponibilă pe website-ul BCE la: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

CĂTRE O INFRASTRUCTURĂ INTEGRATĂ A PLĂȚILOR DE MICĂ VALOARE DIN ZONA EURO

Activitățile bancare transfrontaliere au fost împiedicate de nivelul relativ ridicat de fragmentare a infrastructurii plăților de mică valoare. Fiecare țară are propriile mijloace de plată și norme diferite privind plățile efectuate prin transferuri de credit, debite directe și plățile prin card. Pentru Eurosistem, crearea unei piețe integrate a plăților de mică valoare cu un set comun de instrumente de plată pentru zona euro reprezintă un obiectiv dezirabil, aceasta fiind consecința logică a introducerii euro.

În ultimii zece ani, Eurosistemul a acționat ca un catalizator al reformelor și a elaborat mai multe rapoarte privind cauzele și eventualele remedii privind fragmentarea, stabilind obiectivele de îndeplinit. Încă din 1999 Eurosistemul a subliniat faptul că, în special la transferurile transfrontaliere de credit, prețurile sunt substanțial mai mari și că timpul de operare este considerabil mai îndelungat decât în cazul transferurilor naționale¹⁰. Aceste ineficiențe aveau parțial legătură cu folosirea în mod predominant a acordurilor de corespondență între bănci și cu absența unor infrastructuri interbancare adecvate în zona euro. În anul 2000¹¹, Eurosistemul a constatat că în pofida unui oarecare progres înregistrat de sectorul bancar, tarifele aplicate clienților nu au scăzut în cazul plăților transfrontaliere. Pentru a oferi mai multe orientări concrete pieței, BCE a publicat, de asemenea, o foaie de parcurs pentru dezvoltarea unei infrastructuri moderne a plăților de mică valoare pentru transferurile în euro¹².

În decembrie 2001, Parlamentul European și Consiliul au adoptat un Regulament care prevedea obligația aplicării unor tarife egale la plățile naționale și transfrontaliere pentru clienți. Deși Regulamentul a adus unele îmbunătățiri din perspectiva clienților, sectorul bancar trebuia să depună în continuare eforturi considerabile pentru construirea unei infrastructuri de servicii paneuropene. La începutul anului 2002, sectorul bancar a fondat Consiliul European de Plăți, care a formulat o strategie pentru crearea zonei unice de plăți în euro (*Single Euro Payments Area – SEPA*)¹³.

Începând cu anul 2002, Eurosistemul a sprijinit puternic inițiativele sectorului bancar și a oferit liniile directoare pentru implementarea unei infrastructuri moderne de plată care să răspundă nevoilor clienților din zona euro¹⁴. Sectorul bancar european a depus eforturi substanțiale pentru a spori eficiența plăților transfrontaliere de mică valoare care s-au soldat cu: un set unic de reguli pentru transferul de credit, debitul direct și plățile prin card pentru toți participanții la piața plăților în euro; acces egal pentru furnizorii de servicii și utilizatorii din toată Europa; și tratamentul egal al participanților pe piață. În general, transparența privind regulile și condițiile a fost în mod evident ameliorată.

Directiva privind serviciile de plată, adoptată la sfârșitul anului 2007, constituie cadrul legal pentru plățile în SEPA și urmează să fie implementată de toate statele membre ale UE până la data de 1 noiembrie 2009. Directiva are ca obiectiv intensificarea concurenței pe piețele plăților prin îndepărtarea barierelor privind accesul pe piață. Aceasta oferă de asemenea un cadru legal simplificat și pe deplin armonizat în ceea ce privește cerințele legate de informații și drepturile și obligațiile privind furnizarea și utilizarea serviciilor de plată.

Pe data de 28 ianuarie 2008, SEPA a fost lansată odată cu introducerea unui model comun de transfer de credit pentru toate plățile în euro în Europa. Totodată, au fost emise carduri pentru utilizarea SEPA pe scară largă. Serviciul SEPA Direct Debit va fi lansat în 2009. Astfel, la zece ani

Piața plăților de mică valoare rămâne fragmentată

Eurosistemul a acționat ca un catalizator al reformelor

Sectorul bancar a fost de acord cu crearea SEPA

S-au înregistrat progrese și a fost definit cadrul juridic

SEPA a fost lansată în luna ianuarie 2008

10 A se vedea publicația BCE din 13 septembrie 1999 intitulată *Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view*.

11 A se vedea publicația BCE din 14 septembrie 2000 intitulată *Improving cross-border retail payment services – Progress report*.

12 A se vedea publicația BCE din noiembrie 2001 intitulată *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro*.

13 A se vedea Cartea Albă a Consiliului European de Plăți Euroland: *Our Single Payment Area!* (mai 2002).

14 Eurosistemul a publicat mai multe rapoarte privind progresele înregistrate pentru a oferi orientări sectorului bancar: 26 iunie 2003, *Towards a Single Euro Payments Area – progress report*; 2 decembrie 2004, *Towards a Single Euro Payments Area – third progress report*; 17 februarie 2006, *Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines* (al patrulea raport privind progresele consemnate); 20 iulie 2007 *Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality* (al cincilea raport privind progresele înregistrate). Pentru mai multe informații privind impactul SEPA asupra integrării financiare, a se vedea ediția 2007 a publicației BCE *Financial integration in Europe*.

de la introducerea euro, infrastructura plăților de mică valoare în euro este în sfârșit implementată. Instrumentele naționale de plată vor fi treptat eliminate în următorii ani, urmând a fi introduse soluții mai inovatoare. În perioada următoare, se așteaptă ca SEPA să sporească gradul de integrare și eficiența pe piața serviciilor bancare destinate persoanelor fizice.

6.4 ÎNVĂȚĂMINTE ȘI DIRECȚII DE URMAT

Integrarea financiară susține Eurosistemul în îndeplinirea obiectivelor sale

În ultimii zece ani s-au înregistrat progrese considerabile în ceea ce privește integrarea financiară în zona euro. Un grad mai mare de integrare a piețelor financiare ajută Eurosistemul să își îndeplinească eficient mandatul și să își realizeze obiectivele, contribuind în special la menținerea stabilității prețurilor, a stabilității financiare, la operarea fără sincope a sistemelor de plăți și expansiunea economică. Introducerea euro a acționat deja ca o forță determinată în ceea ce privește integrarea financiară. În plus, în ultimul deceniu, Eurosistemul a contribuit semnificativ la integrarea financiară în patru moduri principale.

Acțiunea Eurosistemului a stimulat procesul de integrare

În primul rând, BCE a dezvoltat un cadru conceptual pentru evaluarea și monitorizarea stadiului de integrare financiară în zona euro și analizează periodic această stare în raportul său anual privind integrarea financiară în Europa. În acest fel, BCE oferă o bază empirică solidă pentru acțiunile următoare în vederea stimulării integrării financiare, contribuie la discuțiile referitoare la politici și informează publicul în legătură cu necesitatea integrării financiare și rolul Eurosistemului.

În al doilea rând, Eurosistemul a reușit să acționeze ca un catalizator pentru inițiativele pieței privind integrarea financiară într-o serie de domenii importante, precum consolidarea integrării piețelor instrumentelor de îndatorare pe termen scurt, prin intermediul proiectului STEP, și progresele înregistrate în ceea ce privește integrarea piețelor serviciilor bancare destinate persoanelor fizice prin crearea SEPA.

În al treilea rând, Eurosistemul a contribuit la dezvoltarea diferitelor măsuri UE vizând reducerea obstacolelor instituționale din calea integrării financiare. Aceste măsuri au vizat, de exemplu, consolidarea integrării pieței bancare și a pieței valorilor mobiliare prin intermediul stabilirii unui cadru legislativ, de reglementare și supraveghere al UE mai cuprinzător și mai coerent pentru serviciile financiare și compensarea și decontarea titlurilor.

În al patrulea rând, Eurosistemul a utilizat în mod eficient serviciile băncii centrale, pe lângă obiectivele specifice ale acesteia în calitate de bancă centrală, ca pe un mijloc de a promova integrarea financiară. Principalele acțiuni în acest sens au vizat integrarea infrastructurii sistemelor de plăți pentru plățile de mare valoare (TARGET și TARGET2) și stabilirea unui sistem comun pentru transferul transfrontalier al garanțiilor (CCBM). Aceste acțiuni au permis realizarea și susținerea unei integrări cvasiperfecte a piețelor monetare.

Priorități viitoare

Eurosistemul va continua să folosească aceste instrumente, în special în acele domenii care necesită în continuare progrese privind integrarea financiară, respectiv obligațiunile corporative, piețele de capital și serviciile bancare destinate persoanelor fizice. În acest sens, prioritățile includ: (i) consilierea privind eventualele îmbunătățiri ale legislației UE referitoare la serviciile financiare, și anume în ceea ce privește supravegherea financiară, serviciile bancare destinate persoanelor fizice și îndepărtarea obstacolelor din calea compensării și decontării operațiunilor transfrontaliere cu instrumente financiare; (ii) crearea unui serviciu al Eurosistemului (TARGET2-Securities) pentru decontarea tranzacțiilor cu instrumente financiare; și (iii) sprijinirea implementării depline a SEPA. BCE va continua să își dezvolte în continuare cadrul conceptual privind integrarea financiară și să îl extindă în timp pentru a cuprinde și evaluarea progreselor înregistrate în ceea ce privește dezvoltarea financiară.



7 STABILITATEA ȘI SUPRAVEGHEREA FINANCIARĂ

Una dintre principalele responsabilități ale Eurosistemului constă în contribuția la stabilitatea financiară, din mai multe considerente. Luând în considerare rolul băncilor centrale ca instituții emitente de monedă, acestea trebuie să monitorizeze calitatea instituțiilor financiare care reprezintă contrapartidele lor pe probleme de politică monetară. Un alt motiv constă în faptul că un sistem financiar stabil este necesar pentru transmisia eficientă a politicii monetare. Totodată, băncile centrale acționează ca agenți finali în crearea unui mediu sigur pentru decontarea tranzacțiilor financiare și ca furnizori de lichiditate în sistemul financiar. În cele din urmă, stabilitatea financiară favorizează, de asemenea, dezvoltarea economică. În ultimele decenii, legătura dintre creșterea economică și stabilitatea financiară a devenit din ce în ce mai importantă, dată fiind expansiunea considerabilă a sectorului financiar față de economia reală. În special, perturbațiile severe în procesul de intermediere financiară pot avea repercusiuni macroeconomice¹.

Pe parcursul ultimului deceniu, Eurosistemul a avut o contribuție importantă la protejarea stabilității financiare în zona euro, urmărind îndeplinirea obiectivului său fundamental de menținere a stabilității prețurilor. Orientarea pe termen mediu a strategiei de politică monetară a BCE i-a permis acesteia să monitorizeze stabilitatea prețurilor fără a face apel la o volatilitate inutilă pentru activitatea economică și pe piețele financiare. Totodată, Eurosistemul a contribuit la stabilitatea financiară după cum urmează: în primul rând, Eurosistemul desfășoară o serie de activități care stimulează stabilitatea sistemului financiar din zona euro, iar în al doilea rând, acesta susține autoritățile naționale și comunitare competente în demersurile lor privind stabilitatea financiară. De asemenea, Eurosistemul și-a asumat responsabilitatea directă de supraveghere a infrastructurilor pieței, îndeosebi a sistemelor de plăți, atribuție care contribuie în egală măsură la stabilitatea sistemului financiar.

Acest capitol prezintă principalele realizări ale Eurosistemului în aceste domenii. Secțiunea 7.1 descrie fondul comun al diferitelor activități desfășurate și asigură o scurtă prezentare a conceptului de stabilitate financiară și a rolului pe care Eurosistemul îl are în acest domeniu. Secțiunea 7.2 analizează contribuția Eurosistemului la stabilitatea financiară, iar Secțiunea 7.3 evaluează rolul de supraveghere al acestuia.

7.1 STABILITATEA FINANCIARĂ ȘI ROLUL EUROSISTEMULUI

Până în prezent, nu a fost formulată o definiție acceptată de comun acord a stabilității financiare. Este deosebit de dificilă identificarea cu precizie a unui exemplu de instabilitate financiară, exceptând cazul unei crize financiare evidente. Conform definiției utilizate de BCE, stabilitatea financiară reprezintă o situație în care sistemul financiar – care include intermediarii, piețele și infrastructurile piețelor financiare – este capabil să reziste șocurilor și să absoarbă dezechilibrele financiare².

Realizarea și menținerea stabilității reprezintă, înainte de toate, responsabilitatea operatorilor pieței care sunt așteptați să evalueze și să gestioneze riscurile în mod eficient și să suporte consecințele financiare ale propriilor tranzacții. Totuși, operatorii pieței nu iau în considerare riscurile sistemice care pot rezulta din activitățile desfășurate de aceștia. Astfel, a fost implementat un cadru pentru prevenirea și gestionarea potențialelor crize financiare, cu scopul de a evita ca problemele financiare să pericliteze stabilitatea globală a sistemului financiar și economic, reducând totodată în măsura în care este posibil eventualele distorsiuni ale mecanismelor de piață. Acest cadru include monitorizarea și

Stabilitatea financiară este un concept complex ...

... reprezentând cu precădere o responsabilitate a sectorului privat

¹ Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), *Central banks and financial stability: exploring a land in between*. Prezentare introductivă la cea de-a doua conferință a băncilor centrale organizată de BCE în perioada 24-25 octombrie 2002, care se referă la transformarea sistemului financiar.

² A se vedea articolul special intitulat *Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges*, din *Financial Stability Review* publicată de BCE, iunie 2005.

evaluarea periodică a stabilității financiare, reglementarea și supravegherea financiară, monitorizarea infrastructurilor pieței, precum și o serie de măsuri posibile pentru gestionarea crizelor.

Rolul Eurosistemului

Eurosistemul îndeplinește două funcții principale în aceste domenii. În primul rând, acesta asigură stabilitatea financiară la nivelul zonei euro, prin monitorizarea și evaluarea stabilității financiare în zona euro, precum și prin operațiunile de piață destinate prevenirii șocurilor financiare globale și detensionării pieței monetare din zona euro. În al doilea rând, Eurosistemul contribuie la definirea politicilor de stabilitate financiară ale autorităților naționale și comunitare competente cu privire la monitorizarea și evaluarea stabilității financiare, reglementarea și supravegherea financiară și gestionarea crizelor. Totodată, Eurosistemul monitorizează infrastructurile pieței ca parte a atribuției sale de bază în vederea promovării funcționării eficiente a sistemelor de plăți. Secțiunile următoare analizează în detaliu contribuția Eurosistemului la stabilitatea financiară și rolul acestuia în monitorizarea infrastructurilor pieței.

7.2 CONTRIBUȚIA LA STABILITATEA FINANCIARĂ

CADRUL INSTITUȚIONAL

Competența națională privind stabilitatea financiară ...

Constituirea Uniunii Economice și Monetare (UEM) a condus la crearea unor cadre instituționale diferite pentru politica monetară și stabilitatea financiară în zona euro. În timp ce deciziile de politică monetară nu mai sunt luate la nivel național, ci la nivel supranațional (Capitolul 2), aspectele privind menținerea stabilității financiare sunt în continuare de competență națională. Totodată, spre deosebire de situația existentă în numeroase țări ale Eurosistemului, în cazul băncilor centrale cu atribuții de supraveghere prudențială³, funcțiile specifice băncilor centrale și cele de supraveghere au fost separate în cadrul UEM, întrucât BCE și Eurosistemul nu au atribuții directe de supraveghere.

... sporește necesitatea cooperării la nivel transfrontalier

Acest cadru instituțional specific, care este în mod inerent mai complex decât cadrul de politică monetară, a creat necesitatea unei strânse cooperări: (i) în cadrul Eurosistemului, între BCE și BCN, în vederea monitorizării și soluționării eficiente a potențialelor riscuri pe scară largă la adresa stabilității financiare și (ii) între Eurosistem și autoritățile naționale de supraveghere, cu scopul de a asigura coordonarea atentă a funcțiilor specifice băncilor centrale și a celor de supraveghere pentru menținerea stabilității financiare.

Mecanismele de cooperare prevăzute de Tratat ...

Tratatul privind Uniunea Europeană (Tratatul de la Maastricht) stipulează mecanisme specifice de cooperare în acest sens. În primul rând, Eurosistemul trebuie să „contribuie la buna conduită a politicilor implementate de autoritățile competente în ceea ce privește supravegherea prudențială a instituțiilor de credit și stabilitatea sistemului financiar”⁴. În al doilea rând, BCE trebuie consultată cu privire la orice proiect comunitar de lege sau prevedere legislativă a autorităților naționale care are legătură cu domeniul său de competență. Totodată, BCE poate oferi consultanță și poate fi consultată de Consiliu, de Comisie și de autoritățile naționale competente cu privire la implementarea legislației comunitare referitoare la supravegherea prudențială a instituțiilor de credit și la stabilitatea sistemului financiar⁵. În cele din urmă, Tratatul prevede posibilitatea transferării atribuțiilor specifice de supraveghere asupra BCE, utilizând o procedură simplificată fără a fi necesară modificarea

3 Structurile de supraveghere din statele membre UE sunt foarte diferite în ceea ce privește gradul de implicare a băncilor centrale și distribuția responsabilităților de supraveghere între sectoarele financiare. De exemplu, deși în unele țări responsabilitățile de supraveghere sunt distribuite pe sectoare, în cazul altor țări funcția de supraveghere financiară a sectorului bancar, de asigurări și a piețelor de instrumente financiare a fost atribuită unei autorități unice. Publicația BCE intitulată *Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, disponibilă pe *website*-ul BCE la adresa http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf oferă o analiză recentă (2006) a mecanismelor implementate în statele membre UE.

4 Articolul 105 (5) din Tratatul privind Uniunea Europeană.

5 Articolul 25.1 din Statutul SEBC.

Tratatului⁶. Această prevedere, care nu a fost invocată până în prezent, ar reprezenta o opțiune în cazul în care mecanismele instituționale de cooperare nu reușesc să asigure o interacțiune eficientă între autorități.

Pentru îndeplinirea misiunii sale de menținere a stabilității financiare, Eurosistemul este asistat de Comitetul de Supraveghere Bancară (CSB), care a fost înființat de Consiliul guvernatorilor în anul 1998. CSB este format din reprezentanți de nivel înalt ai BCE și BCN din Eurosistem, precum și din reprezentanți ai autorităților naționale de supraveghere prudențială în sistemul bancar în țările din Eurosistem în care mandatul BCN nu include și supravegherea bancară. Totodată, CSB include reprezentanți ai băncilor centrale și ai autorităților de supraveghere din statele membre UE care nu au adoptat moneda unică. Diversitatea membrilor relevă faptul că responsabilitățile naționale în domeniul stabilității și supravegherii financiare sunt îndeplinite conform cadrului de reglementare armonizat și în funcție de condițiile de pe piața unică europeană⁷.

... sunt puse în aplicare cu
sprijinul CSB

CONTEXTUL PIEȚEI

Rolul și atribuțiile BCE și ale Eurosistemului în domeniul stabilității financiare au evoluat pe fondul intensificării generalizate a integrării financiare transfrontaliere (Capitolul 6), precum și datorită caracterului din ce în ce mai dinamic și complex al sistemului financiar.

Integrarea financiară amplifică posibilitățile de distribuire și diversificare a riscului și sporește nivelul de lichiditate și adâncimea piețelor financiare, contribuind astfel la rezistența sistemului financiar. Totuși, integrarea financiară accentuează gradul de sensibilitate a sistemului financiar la șocuri transfrontaliere. Astfel, este necesară consolidarea în continuare a diseminării informațiilor și a cooperării la nivel transfrontalier între băncile centrale și autoritățile de supraveghere, mai ales în ceea ce privește numărul din ce în ce mai mare de grupuri bancare multinaționale de mari dimensiuni din UE.

Integrarea financiară necesită
o cooperare mai strânsă la
nivel transfrontalier

Totodată, ritmul rapid al inovației financiare, asociat cu amplificarea integrării financiare, a condus la eliminarea barierelor între intermediari, piețele și infrastructurile financiare, precum și între diferitele segmente ale pieței financiare. Evoluțiile semnificative în acest sens includ participarea mai activă a băncilor pe piețele de capital (securitizarea creditelor bancare, instrumentele de transfer al riscului de credit și produsele financiare structurate complexe), importanța crescută a conglomeratelor financiare, rolul din ce în ce mai important al băncilor comerciale în furnizarea serviciilor de infrastructură și participarea intensă a entităților nereglementate pe piețele și la infrastructurile financiare.

Un sistem financiar dinamic și
complex ...

Prin urmare, există o nevoie constantă de dezvoltare și actualizare a cadrului de monitorizare, de analiză și de răspuns la riscurile potențiale asociate sistemului financiar, luând în considerare diferitele interacțiuni între componentele acestuia și modificările aferente. Această atribuție devine din ce în ce mai solicitantă.

... face ca stabilitatea
financiară să fie mai dificilă

6 Articolul 105 (6) din Tratat și Articolul 25.2 din Statutul SEBC.

7 Pentru mai multe informații privind CSB, a se vedea Papademos, Lucas (2007), *The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU*, în Kreditwesens, vol. 8, p.28-31.

PRINCIPALELE REALIZĂRI ALE EUROSISTEMULUI

MONITORIZAREA ȘI EVALUAREA STABILITĂȚII FINANCIARE

**Perspectivă anticipativă
asupra stabilității financiare**

BCE consideră că menținerea stabilității financiare are o importantă dimensiune prospectivă: trebuie identificate, în măsura în care este posibil, potențialele surse de riscuri sau vulnerabilități financiare, precum alocarea inefficientă a resurselor financiare, erorile de evaluare a prețurilor și gestionarea defectuoasă a riscurilor financiare, înainte ca acestea să conducă la dezechilibre nesustenabile și care pot avea consecințe negative în cadrul sistemului financiar. Totodată, este util demersul de evaluare a amplitudinii unor asemenea dezechilibre financiare, precum și a efectelor potențiale ale acestora asupra stabilității generale a sistemului financiar. Acest demers permite concentrarea activităților desfășurate de sectoarele privat și public asupra riscurilor care pot afecta stabilitatea financiară.

Prin urmare, Eurosistemul monitorizează și evaluează periodic posibilele surse de risc și vulnerabilități ale sistemului financiar în vederea identificării dezechilibrelor care pot apărea și a elementelor necesare pentru stabilirea unor măsuri de remediere, precum intensificarea supravegherii financiare sau a supravegherii piețelor.

**Sunt luate în considerare
toate componentele
sistemului financiar**

În acest context, Eurosistemul acordă o atenție deosebită rezilienței sectorului bancar, care are un rol important în conduita și transmitia politicii monetare, în sistemul de plăți și în direcționarea fondurilor de la cei care economisesc către investitori. Totodată, această analiză este completată de o evaluare mai cuprinzătoare, care se concentrează asupra altor componente ale sistemului financiar, precum piețele, intermediarii financiari nebancași și infrastructura, dat fiind rolul din ce în ce mai important al acestor componente în cadrul sistemului și relațiile strânse dintre acestea și instituțiile de credit. În plus, Eurosistemul este preocupat de cooperarea strânsă cu autoritățile de supraveghere în procesul de monitorizare a stabilității financiare, cu scopul de a asocia abordările macro și microprudențiale. În acest sens, CSB are un rol esențial în asigurarea unui mediu comun pentru informațiile privind funcțiile specifice băncilor centrale și supravegherea prudențială.

**Sunt asociate abordările
macro și microprudențiale**

**Activitățile Eurosistemului se
împart în trei categorii:**

Activitățile Eurosistemului de monitorizare și evaluare a stabilității financiare se împart în trei categorii.

**evaluarea semestrială a
stabilității financiare în zona
euro,...**

În primul rând, în anul 2000 BCE a inițiat elaborarea unui cadru complet pentru evaluarea potențialelor riscuri și vulnerabilități la nivelul sistemului financiar din zona euro. Această evaluare urmărește să determine durabilitatea individuală și colectivă a instituțiilor, piețelor și infrastructurii din zona euro, să identifice principalele surse ale riscurilor și vulnerabilităților care pot afecta în viitor stabilitatea sistemului financiar și să aprecieze capacitatea sistemului financiar de a se confrunța cu astfel de riscuri, în cazul materializării acestora. Începând cu luna decembrie 2004, rezultatele acestei evaluări sistematice sunt prezentate în raportul intitulat *Financial Stability Review* (FSR), publicație semestrială care beneficiază de contribuția CSB. Asemenea publicațiilor similare publicate de alte bănci centrale, obiectivul principal al acestui raport este acela de a mediatiza corespunzător atât în cadrul sectorului financiar, cât și în rândul publicului larg evoluțiile relevante pentru stabilitatea sistemului financiar din zona euro. Totodată, prin analiza surselor de risc și vulnerabilități care pot afecta stabilitatea financiară, acest raport are și rolul de a preveni sau atenua tensiunile pe piețele financiare.

**... analiza macroprudențială și
structurală anuală a sectorului
bancar din UE,...**

În al doilea rând, începând cu anul 1999, CSB a efectuat analize macroprudențiale periodice ale sectorului bancar din UE, concluziile acestuia fiind publicate din anul 2003 într-un raport anual intitulat *EU banking sector stability*. Totodată, CSB analizează cu regularitate evoluțiile structurale ale sectorului bancar din UE, care sunt relevante pentru băncile centrale și autoritățile de supraveghere. Raportul anual intitulat *EU banking structures*, publicat pentru prima dată în anul 2002, este rezul-

tatul acestei activități. Analizele structurale și macroprudențiale ale CSB au la bază datele statistice agregate obținute de la băncile centrale și autoritățile de supraveghere din UE, completate de date calitative și, în măsura în care este posibil, de date prospective furnizate de membrii CSB.

În al treilea rând, BCE și Eurosistemul, împreună cu alte bănci centrale din UE, sunt, de asemenea, implicate și participă în mod activ la acțiunile desfășurate de alte instituții și organisme care monitorizează stabilitatea financiară în Europa și la nivel internațional. La nivelul UE, o asemenea acțiune s-a concretizat îndeosebi în susținerea activităților Comitetului Economic și Financiar (CEF), care analizează aspectele stabilității financiare pe bază semestrială începând cu anul 2003 (*Financial Stability Table – FST*) și care are responsabilitatea de a pregăti dezbaterile Consiliului ECOFIN referitoare la aceste aspecte⁸. La nivel internațional, BCE și BCN din Eurosistem, alături de alte bănci centrale din UE, participă în mod activ la monitorizarea activității Fondului Monetar Internațional, a Forumului pentru stabilitate financiară, a Comitetului privind sistemul financiar mondial și a Băncii Reglementelor Internaționale.

În pofida acestor progrese semnificative, cadrul de monitorizare și evaluare a stabilității financiare a Eurosistemului necesită îmbunătățiri suplimentare. Eurosistemul, alături de băncile centrale și de autoritățile de supraveghere internaționale trebuie să elaboreze abordări cantitative îmbunătățite în vederea identificării riscurilor asociate stabilității financiare și evaluării potențialului impact al materializării acestor riscuri. Această sarcină este dificilă deoarece cuantificarea obiectivului de stabilitate financiară este dificilă, iar crearea unui cadru analitic adecvat, care include indicatorii, modelele și metodologiile corespunzătoare, reprezintă un proces extrem de complex. Totodată, transformarea continuă și rapidă a sistemului financiar, alături de inovația financiară reprezintă provocări suplimentare pentru dezvoltarea unui cadru analitic corespunzător. În special, complexitatea unor instrumente financiare noi, redistribuirea riscurilor la nivel de sectoare și lipsa de transparență a tranzacțiilor efectuate de numeroase instituții financiare nebancare au făcut dificilă modelarea sistemului financiar, precum și monitorizarea și evaluarea riscurilor⁹. În pofida acestor provocări semnificative, trebuie menționate progresele considerabile înregistrate în ultimii ani.

Analizele cuprinse în publicația semestrială *Financial Stability Report* au devenit din ce în ce mai amănunțite, mai ales cele referitoare la piețele și instituțiile financiare. Exemplele includ metodele de cuantificare a gradului de expunere a grupurilor bancare mari și complexe față de riscul de credit al sectorului corporatist, evoluția diferiților indicatori ai altor riscuri cu care se confruntă băncile, fondurile speculative și societățile de asigurare, precum și indicatorii activităților desfășurate pe piața financiară, al căror obiectiv constă în identificarea posibilelor dezechilibre financiare. Un alt element important al acestui demers este reprezentat de dezvoltarea metodelor de simulare a unei crize la nivelul macro al sistemului financiar din zona euro. Obiectivul fundamental al acestor exerciții de simulare este acela de a evalua costurile economice ale potențialelor efecte ale evenimentelor extreme sau ale șocurilor de mare amploare asupra sistemului financiar. În cele din urmă, un astfel de cadru de simulare a crizelor ar contribui la cuantificarea și clasificarea riscurilor în funcție de importanța acestora și ar permite monitorizarea și evaluarea mai eficientă a stabilității financiare. Totodată, din momentul efectuării complete a exercițiilor de simulare, Eurosistemul ar putea să îmbunătățească consecvența internă și, prin urmare, dimensiunea anticipativă a procesului de monitorizare a stabilității financiare. În cursul ultimilor ani, BCE a colaborat îndeaproape cu CSB în vederea identificării metodelor de consolidare a dimensiunii transfrontaliere a exercițiilor de simulare

... contribuția la
monito-rizarea stabilității
financiare în UE și la nivel

Problemele cantitative
de evaluare a stabilității
financiare...

... necesită îmbunătățiri
constante în abordările
Eurosistemului

8 Deși CEF cuprinde reprezentanți ai ministerelor de finanțe din statele membre UE, ai băncilor centrale naționale, ai BCE și ai Comisiei, componența acestuia în format FST include și președinții CSB și ai comitetelor de supraveghere comunitare, acestea din urmă fiind constituite conform cadrului Lamfalussy (a se vedea secțiunea următoare privind reglementarea și supravegherea financiară).

9 A se vedea articolul special intitulat *Measurement challenges in assessing financial stability in Financial Stability Review* publicată de BCE, decembrie 2005.

Nevoia de îmbunătățire a disponibilității și calității informațiilor

Obiectivul de a asigura siguranța și stabilitatea instituțiilor financiare

Consultanța oferită de BCE și Eurosistem, precum și contribuția acestora...

... la cadrul comunitar de reglementare pentru serviciile financiare

... precum și la cadrul comunitar privind reglementarea și supravegherea financiară

a crizelor, aspect a cărui relevanță a sporit pe măsură ce progresele în domeniul integrării financiare în zona euro au devenit din ce în ce mai evidente, iar tranzacțiile transfrontaliere ale instituțiilor financiare s-au intensificat¹⁰.

De asemenea, este necesară dezvoltarea unei infrastructuri informaționale adecvate pentru susținerea monitorizării și evaluării stabilității financiare și, mai ales, pentru intensificarea schimbului de informații între CSB și Comitetul de statistică, inclusiv colectarea pe bază anuală a datelor bancare consolidate pentru sistemul bancar din UE. Problemele privind disponibilitatea și calitatea datelor au fost principalele obstacole în calea continuării dezvoltării cadrului cantitativ pentru evaluarea stabilității financiare. Prin urmare, este foarte importantă extinderea setului de date de calitate disponibile.

REGLEMENTAREA ȘI MONITORIZAREA FINANCIARĂ

În ipoteza că demersurile sectorului privat nu pot împiedica manifestarea dezechilibrelor financiare, obiectivul cadrului UE de reglementare și supraveghere este acela de a promova siguranța și stabilitatea instituțiilor financiare. Cerințele prudențiale privind capitalul propriu, cele mai bune practici de gestionare a riscului și diseminarea informațiilor reprezintă principalele instrumente în acest sens.

Eurosistemul participă în mod activ la aceste activități, întrucât analiza structurală și macroprudențială a sistemului financiar și evaluarea microprudențială a autorităților de supraveghere se completează reciproc. Prin urmare, BCE și Eurosistemul asigură consultanță și contribuie la dezvoltarea cadrului comunitar de supraveghere și reglementare. De asemenea, BCE oferă consultanță cu privire la modificările legislative propuse în domeniul reglementării și supravegherii financiare la nivel național.

În ultimii ani, BCE și Eurosistemul au avut contribuții semnificative la îmbunătățirea cadrului comunitar de reglementare pentru serviciile financiare. O astfel de contribuție se referă la Programul privind evaluarea stabilității sistemului financiar (FSAP) din anul 1999, prin intermediul căruia a fost modernizat și completat cadrul comunitar de reglementare pentru serviciile financiare (Capitolul 6). BCE a contribuit la dezvoltarea FSAP prin intermediul avizelor oficiale cu privire la diferitele propuneri legislative ale Comisiei și prin participarea sa la acțiunile comitetelor tehnice. De asemenea, Eurosistemul a contribuit la elaborarea strategiei de politică comunitară privind serviciile financiare în perioada 2005-2010, care a fost publicată în luna decembrie 2005 sub forma unei Cărți Albe a Comisiei¹¹. Pe baza experienței acumulate, BCE și Eurosistemul își aduc contribuția și la aplicarea prevederilor Cărții Albe¹².

De asemenea, Eurosistemul participă în mod activ la dezvoltarea cadrului instituțional comunitar pentru reglementare și supraveghere financiară. Eurosistemul este un susținător fervent al „cadrului Lamfalussy” privind reglementarea și supravegherea financiară, al cărui obiectiv constă în eficientizarea și flexibilizarea procesului decizional legislativ al UE, precum și în stabilirea unui cadru de reglementare și supraveghere mai coerent pentru statele membre (Capitolul 6). Totodată,

10 A se vedea Fell, John (2007), *Challenges for EU-wide macro stress-testing*, prezentare susținută la conferința BCE privind exercițiile de simulare a crizelor financiare din perioada 12-13 iulie 2007, care este disponibilă pe *website*-ul BCE la adresa <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

11 Conform contribuției Eurosistemului la dezbaterile publice privind Cartea Verde a Comisiei Europene referitoare la politica serviciilor financiare – *European Commission's Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, 1 august 2005, care este disponibilă pe *website*-ul BCE la adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 De exemplu, răspunsul Eurosistemului la dezbaterile Comisiei referitoare la demersurile posibile privind fondurile de investiții și creditul ipotecar.

BCE are un rol activ în funcționarea cadrului Lamfalussy prin participarea sa în calitate de observator la comitetele de nivel 2 din sectorul bancar și cel al valorilor mobiliare și în calitate de membru la comitetul de nivel 3 din sectorul bancar. În cele din urmă, Eurosistemul contribuie la monitorizarea permanentă a funcționării cadrului Lamfalussy¹³.

Prima analiză completă a cadrului Lamfalussy în sectoarele financiare a fost realizată de Consiliul ECOFIN în luna decembrie 2007. Numeroase comitete și foruri, precum și Eurosistemul, au contribuit la realizarea acestei evaluări. Analiza a accentuat faptul că acest cadru a favorizat înregistrarea de progrese substanțiale în ceea ce privește eficiența și transparența procesului legislativ la nivelul UE, precum și crearea unui mediu mai coerent de reglementare și supraveghere. Totuși, rezultatele procesului de supraveghere trebuie să fie convergente la nivelul statelor membre. Prin urmare, este considerată necesară stimularea funcționării cadrului Lamfalussy prin: (i) acordarea unui mandat european autorităților naționale de supraveghere; (ii) reducerea opțiunilor și atribuțiilor discreționare naționale în regulamentele comunitare și realizarea unui convergențe mai strânse cu privire la cerințele de raportare financiară; (iii) consolidarea rolului pe care comitetele Lamfalussy de nivel 3 îl au în convergența procesului de supraveghere și în relațiile de cooperare, precum și diversificarea atribuțiilor colegiilor de supraveghetori în procesul de supraveghere a grupurilor transfrontaliere¹⁴. Consiliul ECOFIN urmează să decidă asupra măsurilor practice de implementare a acestor priorități în ședința sa programată pentru luna iunie 2008.

GESTIONAREA CRIZELOR FINANCIARE

În pofida îmbunătățirilor substanțiale observate în procesul de prevenire a crizelor financiare transfrontaliere, nu poate fi exclusă manifestarea dezechilibrelor financiare cu posibile implicații asupra stabilității financiare la nivel transfrontalier. Principala cale de acțiune constă în demersul sectorului privat cu privire la soluționarea respectivelor dificultăți financiare. În cazul în care măsurile adoptate la nivelul sectorului privat se dovedesc insuficiente pentru limitarea crizei, trebuie luate în considerare și măsurile complementare aplicate în sectorul public. Totuși, o eventuală intervenție a sectorului public are la bază conceptul de „ambiguitate constructivă” care vizează contracararea riscului de hazard moral.

Distribuirea responsabilităților de gestionare a crizelor între Eurosistem, băncile centrale naționale, autoritățile de supraveghere și ministerele de finanțe depinde de natura crizei – de lichiditate sau de solvabilitate.

În cursul unei crize generale de lichiditate, BCE poate contribui la restabilirea funcționării eficiente a pieței monetare prin intermediul operațiunilor de furnizare de lichiditate (Capitolul 3), utilizând procedurile operaționale convenite la nivelul Eurosistemului. Totodată, instituțiile de credit care nu dispun de lichidități, dar care sunt solvabile, pot apela – temporar și în schimbul unor garanții corespunzătoare – la facilitatea de urgență (*emergency liquidity assistance* – ELA) oferită de BCN. Fiecare BCN competentă poate decide asupra asigurării acestei facilități de urgență, cu condiția respectării prevederilor Tratatului care interzice finanțarea monetară și doar în cazuri excepționale. BCN consideră că acest tip de asistență se justifică mai ales în cazurile de prevenire sau limitare a efectelor sistemice potențiale generate de contagiunea între alte instituții financiare sau infrastructuri

13 Un element important al acestei contribuții se referă la analiza Comisiei din anul 2005 a funcționării cadrului Lamfalussy privind legislația care reglementează piața valorilor mobiliare, a se vedea *Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation*, 17 februarie 2005, care este disponibilă pe *website*-ul BCE la adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Eurosistemul a contribuit, de asemenea, la raportul privind supravegherea financiară elaborat de Comitetul de servicii financiare, finalizat în luna februarie 2006 și avizat de Consiliul ECOFIN în luna mai 2006. Mai recent, Eurosistemul a contribuit la prima analiză completă a cadrului Lamfalussy în sectoarele financiare. A se vedea *Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution*, 30 noiembrie 2007, disponibilă pe *website*-ul BCE la adresa <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

14 Aceste priorități sunt evidențiate și în contribuția Eurosistemului la analiza Lamfalussy care a fost menționată anterior. Pentru mai multe informații, a se vedea articolul *Developments in the EU arrangements for financial stability* din Buletinul lunar – aprilie 2008.

Sectorul privat are o
importanță deosebită

Rolul Eurosistemului ...

... în cazul manifestării unor
crize de lichiditate ...

ale pieței. În anul 1999, Eurosistemul a adoptat o serie de proceduri specifice pentru diseminarea informațiilor în cazul în care facilitatea de urgență este acordată de către o BCN din Eurosistem. Scopul acestor proceduri este acela de a se asigura că, în cazul unei BCN care realizează o astfel de intervenție, suportând costurile și riscurile aferente, efectele unei astfel de acțiuni pot fi administrate de o manieră conformă cu menținerea unei conduite corespunzătoare a politicii monetare unice.

... și de solvabilitate

În cazul unei crize de solvabilitate, principala responsabilitate pentru gestionarea și soluționarea crizelor le revine ministerelor de finanțe, care decid asupra acordării/neacordării de sprijin financiar și autorităților de supraveghere, care pot lua măsuri excepționale de supraveghere în vederea stabilizării instituției aflate în dificultate sau pot decide lichidarea acesteia.

Indiferent de natura unei crize financiare (de lichiditate sau de solvabilitate), Eurosistemul poate susține eforturile de gestionare a crizelor datorită experienței și cunoștințelor analitice rezultate din monitorizarea stabilității financiare și din evaluarea potențialelor canale de propagare a dezechilibrelor financiare în cadrul sistemului financiar și a posibilelor implicații asupra stabilității acestuia. Totodată, în cazul în care o criză de lichiditate sau de solvabilitate are repercusiuni asupra funcționării infrastructurii pieței, Eurosistemul poate lua măsuri pentru a asigura continuarea funcționării eficiente a acestor infrastructuri.

Interacțiunea eficientă între autorități este esențială

Data fiind necesitatea acțiunii rapide și bine orientate în cazul unei crize financiare, interacțiunea flexibilă și eficientă între autoritățile competente – bănci centrale, autorități de supraveghere și ministere de finanțe – este crucială. Aceasta este o responsabilitate importantă, luând în considerare numărul mare de instanțe la nivel comunitar. Totodată, deși sunt necesare o definiție clară a responsabilităților și o structură pentru facilitarea diseminării informațiilor și a cooperării, nu poate fi elaborat un model general pentru gestionarea crizelor, întrucât fiecare criză financiară are caracteristici unice. Flexibilitatea și discreția sunt, de asemenea, esențiale pentru evitarea riscului de hazard moral.

Gestionarea crizelor la nivelul UE a fost consolidată

Cu toate acestea, în ultimul deceniu au fost înregistrate numeroase demersuri în vederea consolidării acordurilor comunitare privind gestionarea crizelor. Eurosistemul a contribuit în mod activ în trei domenii principale: (i) clarificarea cadrului legislativ privind gestionarea crizelor, și anume Directiva de adecvare a capitalului (2006) și Directiva privind conglomeratele financiare (2002); (ii) extinderea și îmbunătățirea permanentă a acordurilor de cooperare voluntară între autorități sub forma acordurilor de cooperare la nivelul UE și (iii) exerciții de simulare a crizelor la nivelul UE și al Eurosistemului în vederea consolidării legislației existente și a acordurilor neoficiale și a îmbunătățirii nivelului de pregătire pentru soluționarea crizelor¹⁵.

... inițiative suplimentare aflându-se în curs de desfășurare

O etapă importantă pentru consolidarea în continuare a acordurilor privind gestionarea crizelor a fost consemnată în luna octombrie 2007, atunci când Consiliul ECOFIN a elaborat un program strategic pentru acordurile comunitare în domeniul stabilității financiare¹⁶. Principalele elemente ale acestui program sunt (i) adoptarea unui set de principii comune pentru gestionarea crizelor transfrontaliere și implementarea unui cadru analitic comun pentru evaluarea crizelor financiare, elaborat de CSB și de Comitetul autorităților europene de supraveghere bancară; inițial, aceste măsuri au fost aprobate prin semnarea unui nou acord de cooperare de către miniștrii de finanțe din statele membre UE, guvernatorii băncilor centrale și autoritățile de supraveghere în luna aprilie 2008; (ii) consolidarea suplimentară a acestui cadru prin intermediul acordurilor specifice de cooperare cu privire la instituțiile transfrontaliere încheiate între autoritățile respective; (iii) invitația adresată Comisiei de a evalua, în strânsă cooperare cu statele membre, posibilele clarificări suplimentare

15 Articolul intitulat *The EU arrangements for financial crisis management* din Buletinul lunar – februarie 2007 analizează aceste trei direcții de activitate.

16 Acest calendar a avut la bază recomandările grupului de lucru ad-hoc al CEF referitoare la acordurile comunitare privind stabilitatea financiară. Grupul de lucru cuprinde reprezentanți de nivel înalt ai ministerelor de finanțe, ai băncilor centrale, ai autorităților de supraveghere, ai BCE și ai Comisiei Europene și a fost înființat în luna septembrie 2006 pentru a analiza modalitățile de clarificare și consolidare a acordurilor existente în vederea soluționării crizelor financiare transfrontaliere în UE, pe baza experienței eferente exercițiului de simulare a unei crize la nivelul UE efectuat în luna aprilie 2006. Pentru mai multe detalii privind calendarul Consiliului ECOFIN și măsurile adoptate de acesta, a se vedea articolul *Developments in the EU arrangements for financial stability* din Buletinul lunar – aprilie 2008.

Tabel I Principalele contribuții ale Eurosistemului în domeniul stabilității financiare

Domeniu	Nivel	Principalele activități ale Eurosistemului
Monitorizarea și evaluarea stabilității financiare		
Evaluarea sistemului financiar din zona euro	Zona euro	Raportul semestrial al BCE intitulat <i>Financial Stability Review</i>
Analiza macroprudențială a sectorului bancar din UE	UE	Raportul anual al BCE intitulat <i>EU banking sector stability</i>
Analiza structurală a sectorului bancar din UE	UE	Raportul anual al BCE intitulat <i>EU banking structures</i>
Monitorizarea stabilității financiare în UE	UE	Contribuția la dezbaterile CEF-FST și ale Consiliului ECOFIN
Testarea rezistenței la nivel macro	UE/euro area	Contribuția la dezvoltarea testelor de rezistență la nivel macro pe ansamblul sectorului
Reglementarea și supravegherea financiară		
Strategia generală a UE privind serviciile financiare	UE	Contribuția la dezbaterile cu privire la politicile publice (de exemplu, strategia UE pentru politica de servicii financiare în perioada 2005-2010)
Inițiative legislative specifice	UE	Avizul oficial și contribuția tehnică a BCE (prin intermediul comitetelor Lamfalussy de nivel 2 în sectorul bancar și în cel al valorilor mobiliare)
Implementarea consecventă a regulamentelor UE	UE	Contribuția la dezvoltarea normelor și practicilor comune de supraveghere în sectorul bancar (prin intermediul comitetului Lamfalussy de nivel 3, SEBC)
Consolidarea cadrului de supraveghere al UE	UE	Contribuția la dezbaterile cu privire la politicile publice (de exemplu, analiza cadrului Lamfalussy efectuată în anul 2007)
Gestionarea crizelor financiare		
Consolidarea cadrului legislativ al UE	UE	Avizul oficial și contribuția tehnică a BCE (prin intermediul comitetelor Lamfalussy de nivel 2)
Facilitatea de urgență (ELA – <i>Emergency liquidity assistance</i>)	Zona euro	Evaluarea de către Eurosistem a compatibilității operațiunilor ELA, în momentul în care acestea sunt efectuate de către BCN, cu politica monetară
Evaluarea sistemică a unei crize financiare	UE	Cadrul analitic comun CSB-SEBC
Cooperarea între băncile centrale, ministerele de finanțe și autoritățile de supraveghere din UE	UE	Contribuția la elaborarea Acordurilor de cooperare din anii 2003, 2005 și 2008 Participarea activă la dezvoltarea strategiei generale de consolidare a acordurilor privind stabilitatea financiară în UE (de exemplu, calendarul Consiliului ECOFIN pentru anul 2007) Participarea la elaborarea și efectuarea exercițiilor de simulare a crizelor în UE
Gradul de pregătire a Eurosistemului în cazul manifestării crizelor financiare	Zona euro	Exercițiile de simulare a crizelor efectuate de Eurosistem

ale acordurilor privind gestionarea crizelor încheiate între țările gazdă și țările de origine, conform Directivei de adecvare a capitalului, și formularea de propuneri relevante până la finele anului 2008 și (iv) cererea adresată Comisiei de a evalua potențialele îmbunătățiri în domeniul reglementării în ceea ce privește transferul activelor în cadrul grupurilor bancare, Directiva UE privind lichidarea instituțiilor de credit și rolul schemelor de garantare a depozitelor și al susținerii sectorului public în cazul manifestării unor crize.

EXPERIENȚĂ ȘI PERSPECTIVE

În cursul ultimului deceniu, a fost adoptată o serie de măsuri pentru consolidarea acordurilor de stabilitate financiară în zona euro și în UE. Eurosistemul a avut o contribuție importantă în acest sens. În primul rând, Eurosistemul a întreprins o serie de demersuri la nivelul zonei euro în vederea stimulării și menținerii stabilității sistemului financiar, vizând cu precădere monitorizarea și evaluarea stabilității financiare, precum și operațiunile de piață destinate remedierii șocurilor financiare și limitării tensiunilor pe piața monetară din zona euro. În al doilea rând, Eurosistemul susține politica autorităților naționale și comunitare cu privire la monitorizarea și evaluarea stabilității financiare, la reglementarea și supravegherea financiară și la gestionarea crizelor. În pofida acestor realizări importante, cadrul UE privind stabilitatea financiară se află în continuă dezvoltare și necesită îmbunătățiri suplimentare pentru a fi în concordanță cu progresul înregistrat de integrarea și inovația financiară.

**Realizări importante ale
Eurosistemului**

Principalele patru provocări ale viitorului

În primul rând, referitor la monitorizarea și evaluarea stabilității financiare, sunt importante înțelegerea corespunzătoare a sistemului financiar, care este complex și supus unor modificări rapide, precum și participarea activă la îmbunătățirea abordărilor cantitative. De asemenea, trebuie adoptate măsuri care să permită realizarea unei analize mai cuprinzătoare a interdependenței între sectoarele economice și financiare, precum și a progreselor consemnate de tehnicile de simulare a crizelor la nivel macro.

În al doilea rând, Eurosistemul va continua să aibă un rol extrem de activ în asigurarea de consultanță de calitate cu privire la dezvoltarea acordurilor comunitare de reglementare și supraveghere financiară. Una dintre principalele misiuni ale Eurosistemului constă în asigurarea funcționării eficiente a cadrului Lamfalussy, atât în ceea ce privește exploatarea potențialului cadrului comunitar îmbunătățit de reglementare, implementat prin intermediul FSAP, cât și asigurarea concordanței între acordurile comunitare de supraveghere și activitățile grupurilor financiare implicate în numeroase tranzacții transfrontaliere, care devin din ce în ce mai importante pe piața unică, și respectarea cerințelor aferente unui cadru de supraveghere modern și omogen.

În al treilea rând, trebuie menținut ritmul de îmbunătățire a acordurilor comunitare privind gestionarea crizelor. Acordul de cooperare semnat în anul 2008 de miniștrii de finanțe din UE, de băncile centrale și de autoritățile de supraveghere a reprezentat o realizare majoră în acest sens. Va fi necesară întreprinderea unor demersuri pentru aplicarea și testarea acestui acord astfel încât acesta să devină operațional în cel mai scurt timp posibil. În acest sens, Eurosistemul va continua să testeze și să îmbunătățească, acolo unde este necesar, propriile procedee de gestionare a crizelor financiare.

În cele din urmă, Eurosistemul trebuie să contribuie la stimularea permanentă a cooperării între băncile centrale și autoritățile comunitare de supraveghere, mai ales în ceea ce privește principalele grupuri financiare care efectuează tranzacții transfrontaliere. Schimbul rapid de informații privind evoluțiile importante și profilul de risc al acestor grupuri trebuie să aibă continuitate, fiind necesar pentru gestionarea situațiilor de criză.

7.3 MONITORIZAREA INFRASTRUCTURILOR PIEȚEI

Infrastructura pieței financiare și monitorizarea acesteia

Infrastructura piețelor financiare facilitează circulația fondurilor, a valorilor mobiliare și a altor instrumente financiare între agenții economici, constituind astfel o componentă esențială a sistemului financiar. Infrastructura pieței cuprinde sistemele de tranzacționare, compensare și decontare a operațiunilor cu titluri de valoare și sistemele de plăți, precum și acordurile, instituțiile, regulile și procedurile care le reglementează, alături de instrumentele de plată pe care acestea le procesează. Datorită rolului important și configurației de rețea a acestora, infrastructura privind plățile și operațiunile cu titluri de valoare este adeseori descrisă ca fiind „sistemul vascular” al sistemului financiar. Principalii operatori afectați de infrastructura pieței sunt administratorii de sistem, participanții (instituțiile financiare), furnizorii de servicii, băncile centrale, autoritățile de reglementare și toți agenții economici, în calitate de utilizatori finali ai serviciilor de plată și decontare.

Pe fondul complexității sporite a infrastructurilor pieței financiare și al volumului și valorilor în creștere ale tranzacțiilor financiare desfășurate în cadrul acestora, băncile centrale au recunoscut cu mult timp în urmă importanța funcționării eficiente a acestor infrastructuri pentru menținerea stabilității financiare. Este evident că deținătorii și administratorii sistemului au principala responsabilitate de a asigura funcționarea eficientă a infrastructurilor pieței și de a furniza servicii de plăți și decontare sigure și eficiente. Totuși, luând în considerare rolul său în politica monetară și în stabilitatea finan-

ciară, în asigurarea conturilor de decontare pentru participanții la sistemul de plăți și interesul manifestat de acesta în menținerea încrederii publicului în instrumentele de plată utilizate, Eurosistemul, asemenea băncilor centrale în general, a transformat monitorizarea infrastructurii pieței într-una din funcțiile sale de bază. Obiectivul final al politicii de supraveghere este acela de a promova buna funcționare a infrastructurii pieței pentru a preveni propagarea dezechilibrelor acestor infrastructuri asupra sistemului financiar și asupra economiei, în general. Principalele activități de supraveghere includ elaborarea principiilor de supraveghere, monitorizarea continuă a infrastructurilor pieței și evaluarea periodică a gradului de conformitate a acestor standarde cu normele în vigoare pe baza unei metodologii definite.

ROLUL BCE ȘI AL EUROSISTEMULUI

Tratatul privind Uniunea Europeană, alături de Statutul SEBC și de cel al BCE definesc supravegherea ca una dintre atribuțiile de bază ale Eurosistemului. Conform Articolului 105 (2) din Tratat și Articolului 3 din Statut „principalele atribuții ale SEBC constau în [...] promovarea bunei funcționări a sistemelor de plăți”. Totodată, conform Articolului 22 din Statut „BCE și băncile centrale naționale pot acorda facilități, iar BCE poate emite regulamente în vederea asigurării unor sisteme de plăți și compensare eficiente și solide în cadrul Comunității și în cazul altor țări”.

Funcția de supraveghere a Eurosistemului se referă la sistemele de plăți și decontare în euro – atât sistemele de plăți de mare valoare, cât și cele de mică valoare. În vederea asigurării unor condiții de tratament egal pentru participanți, aceleași standarde minime sunt aplicate atât sistemelor administrate de Eurosistem (de exemplu, TARGET2), cât și sistemelor de plăți administrate de entități private.

Dată fiind importanța acestora pentru stabilitatea financiară, funcția de monitorizare se referă în primul rând la sistemele de plăți de mare valoare, în euro. Cu toate acestea, autoritățile de supraveghere și-au extins progresiv domeniul de activitate asupra sistemelor de plăți de mică valoare, a instrumentelor de plată și a furnizorilor de servicii.

SISTEMELE ȘI INSTRUMENTELE DE PLĂȚI ȘI FURNIZORII DE SERVICII DE INFRASTRUCTURĂ

Conform cadrului comun de supraveghere, BCN au responsabilitatea de a aplica politica de supraveghere a BCE în cazul sistemelor de plată încadrate în mod legal în jurisdicția acestora. Totodată, Consiliul guvernatorilor poate atribui BCE responsabilitatea de supraveghere a sistemelor care prezintă caracteristici speciale.

În acest context, BCE are responsabilitatea de a supraveghea mecanismul de plăți al BCE (EPM), componentă a TARGET administrată de BCE¹⁷. Structura integrată a TARGET2, platforma nouă care urmează să înlocuiască progresiv TARGET în perioada 2007-2008, a făcut necesară modificarea structurii cadrului de supraveghere. Consiliul guvernatorilor este principala autoritate de supraveghere a sistemului, fiind asistat în activitatea sa de Comitetul sistemelor de plăți și decontare. Toate activitățile de monitorizare a TARGET2 sunt efectuate și coordonate prin intermediul funcției de supraveghere a BCE, cu participarea activă a băncilor centrale naționale din zona euro.

În plus, BCE efectuează operațiuni de supraveghere pentru trei sisteme administrate de *EBA Clearing Company* (EBA CLEARING) înființată de Asociația bancară din zona euro: EURO1 pentru plățile de mare valoare, STEP1 pentru plățile individuale de mică valoare și STEP2, o nouă platformă care asigură servicii de procesare pentru plățile de mică valoare la nivel transfrontalier.

¹⁷ Conform principiilor convenite la nivelul Eurosistemului, BCE a înființat structuri organizaționale distincte pentru funcția operațională și pentru cea de supraveghere, cu scopul de a evita orice conflict de interese.

Supravegherea, funcția principală a băncii centrale: rolul și domeniul de aplicare

BCE ca principală autoritate de supraveghere

Supravegherea cooperativă a CLS

Există sisteme de plăți care procesează tranzacții în euro efectuate în afara zonei euro (așa-numitele sisteme *offshore*). Dintre acestea, cel mai important este sistemul CLS (*Continuous linked settlement*), în cadrul căruia BCE supraveghează operațiunile de decontare în euro, cooperând îndeaproape cu *Federal Reserve System*, principala autoritate de supraveghere, conform principiilor de supraveghere cooperativă¹⁸.

Instrumente și sisteme de plăți de mică valoare

Conform cadrului comun de supraveghere a Eurosistemului, supravegherea sistemelor de plăți de mică valoare se realizează în special la nivelul BCN. Totuși, în vederea unei abordări armonizate, Eurosistemul și-a definit conduita de politică cu privire la supravegherea sistemelor de plăți de mică valoare și a realizat o evaluare a metodelor de supraveghere a acestor sisteme în anul 2005.

Referitor la supravegherea instrumentelor de plată, Eurosistemul a instituit în anul 2007 un cadru de supraveghere pentru sistemele de plăți prin card, în cadrul cărora sunt procesate plăți în euro. Acest cadru a făcut obiectul unei dezbateri publice, fiind publicat ulterior în luna ianuarie 2008.

Cadrul de supraveghere bazat pe riscuri pentru SWIFT

Funcționarea infrastructurii pieței financiare este asigurată de numeroși furnizori de servicii. Dintre aceștia, SWIFT, furnizorul de servicii de mesagerie financiară securizate pentru industria de profil la nivel mondial, este de departe cel mai important actor al pieței și, cu toate că nu este un sistem de plăți, acesta necesită o atenție specială din partea autorităților de supraveghere. Potrivit acordului semnat de băncile centrale din țările care fac parte din grupul G10, SWIFT a fost subiectul unei supravegheri cooperative încă de la finele anului 1997, *Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique* acționând în calitate de autoritate principală de supraveghere. În contextul participării sale la supravegherea cooperativă a SWIFT, BCE a contribuit la elaborarea unor anticipații de nivel înalt pentru monitorizarea SWIFT. Această inițiativă a fost finalizată în luna iunie 2007, fiind integrată cadrului de supraveghere bazat pe riscuri aplicat în cazul sistemului SWIFT.

SISTEMELE DE COMPENSARE ȘI DECONTARE A OPERAȚIUNILOR CU TITLURI DE VALOARE

Interes crescut pentru decontarea operațiunilor cu titluri de valoare

Sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare (*securities settlement systems – SSS*) și contrapartidele centrale pentru compensarea instrumentelor financiare sunt strâns legate de sistemele de plăți¹⁹, întrucât funcționarea sigură a acestora este esențială pentru stabilitatea financiară. Totodată, sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare sunt legate de politica monetară datorită rolului pe care îl au în operațiunile de decontare a activelor financiare care constituie garanții eligibile pentru operațiunile de creditare ale Eurosistemului. În acest sens, cu toate că Eurosistemul nu a implementat niciun cadru comun de supraveghere pentru sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare, băncile centrale manifestă un interes crescut pentru buna funcționare a acestor sisteme în zona euro.

Evaluări din perspectiva standardelor utilizatorilor

În anul 1998, Eurosistemul a adoptat o serie de norme pentru evaluarea eligibilității sistemelor de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare în furnizarea de servicii de decontare a activelor financiare care constituie garanții eligibile pentru operațiunile de creditare ale Eurosistemului din perspectiva utilizatorului (așa-numitele „standarde ale utilizatorului”). Sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare, inclusiv legăturile dintre acestea, sunt evaluate periodic din perspectiva „standardelor utilizatorilor”, cu scopul de a asigura un nivel similar de siguranță pentru operațiunile de creditare la nivelul zonei euro. Eligibilitatea utilizării acestor sisteme și a legăturilor pentru constituirea de garanții pentru operațiunile de creditare ale Eurosistemului este condiționată de evaluarea acestora în conformitate cu „standardele utilizatorilor”.

18 Acestea sunt definite în *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries* din anul 1990 (așa-numitul Raport Lamfalussy) și actualizate în raportul Comitetului pentru sisteme de decontare și plăți intitulat *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems* (mai 2005).

19 Decontarea operațiunilor cu titluri de valoare implică decontarea contravalorii și decontarea titlurilor de valoare. Decontarea contravalorii operațiunilor cu titluri de valoare se efectuează în majoritatea sistemelor de decontare pe bază brută în timp real utilizate de băncile centrale, alături de decontarea titlurilor de valoare în depozitarul central, pe baza metodei livrare contra plată.

RELAȚIILE DE COOPERARE CU ALTE AUTORITĂȚI

În vederea îndeplinirii obiectivelor de supraveghere, Eurosistemul a stabilit și a menținut relații de cooperare cu alte autorități care sunt responsabile de aspectele referitoare la infrastructura pieței.

În acest sens, cadrul de cooperare între băncile centrale comunitare, în calitate de autorități de supraveghere a acestor sisteme, și supraveghetorii bancari este definit în acordurile de cooperare cu privire la colaborarea și schimbul de informații în următoarele cazuri: (i) implementarea unui sistem de plăți și cerințele pentru accesarea respectivului sistem; (ii) activitățile desfășurate și (iii) situațiile de criză.

Totodată, cadrul de cooperare privind sistemele de compensare și decontare a operațiunilor cu titluri de valoare între SEBC și Comitetul Autorităților Europene de Reglementare (CESR) a fost creat în anul 2001. Un grup de lucru SEBC-CESR și-a început activitatea cu privire la adaptarea mediului comunitar la așa-numitele recomandări CPSS-IOSCO pentru sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare și pentru contrapartidele centrale²⁰. Cu toate că SEBC-CESR a înregistrat progrese considerabile în acest domeniu, există încă o serie de aspecte care trebuie soluționate în vederea finalizării pregătirilor pentru standardele de supraveghere prevăzute pentru sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare și pentru contrapartidele centrale în UE.

CONDUITA DE POLITICĂ ȘI PRINCIPALELE ACTIVITĂȚI DE SUPRAVEGHERE

Politica și obiectivele de supraveghere ale Eurosistemului au fost prezentate în numeroase publicații, standarde de nivel înalt și declarații de principiu referitoare la diferite subiecte aprobate de Consiliul guvernatorilor. Funcția de supraveghere se referă la evaluările periodice privind conformitatea infrastructurii pieței cu standardele aplicabile. Etapele de evoluție a strategiilor, precum și activitățile principale desfășurate în acest domeniu în ultimul deceniu, sunt prezentate în ordine cronologică în Tabelul 2.

20 CPSS este Comitetul pentru Sisteme de plăți și decontare al băncilor centrale ale statelor membre ale grupului G10. IOSCO reprezintă Organizația internațională a comisiilor valorilor mobiliare. Rapoartele privind Recomandările pentru sistemele de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare și pentru contrapartidele centrale sunt disponibile pe website-ul BRI.

Cadrul de cooperare

Transparența politicilor și activităților

Tabel 2 Funcția de supraveghere BCE/Eurosistem: principalele realizări

Principalele măsuri

În luna august 1998, BCE a publicat un raport privind moneda electronică (*Report on electronic money*), care are la bază analiza realizată sub egida IME. Raportul menționat prezintă motivele pentru care activitatea de emisie de monedă electronică trebuie reglementată și precizează cerințele minime pe care emitenții de monedă electronică trebuie să le respecte, precum și obiectivele care trebuie urmate.

În luna noiembrie 1998, Eurosistemul și-a expus principiile de politică cu privire la dezvoltarea sistemelor de plăți și a sistemelor de compensare și decontare a operațiunilor cu titluri de valoare pentru tranzacțiile în euro efectuate în afara zonei euro.

În declarația sa din luna iunie 2000, Consiliul guvernatorilor a clarificat rolul Eurosistemului în domeniul supravegherii sistemelor de plăți, explicând totodată obiectivele și principiile sale¹.

În luna februarie 2001, Consiliul guvernatorilor a adoptat Principiile fundamentale pentru sistemele de plăți cu importanță sistemică² (Principiile fundamentale), care reprezintă setul de standarde minime utilizate de Eurosistem în activitățile sale regulate de supraveghere a sistemelor de plăți. Aceste principii oferă îndrumări pentru conceperea și utilizarea diferitelor sisteme de plăți prin definirea cerințelor generale care se aplică acestor infrastructuri, inclusiv o bază juridică solidă, gestionarea corespunzătoare a riscurilor financiare, securitatea și fiabilitatea operațională, eficiența și procedurile de guvernare responsabile și transparente. Principiile fundamentale se aplică tuturor tipurilor de sisteme de plăți cu importanță sistemică³.

În luna septembrie 2001, BCE a publicat documentul intitulat *The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing*, care prezintă poziția acesteia cu privire la posibilele implicații ale procesului de consolidare în cazul unei operațiuni de compensare cu o contraparte centrală.

1) *Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight*, publicat pe website-ul BCE.

2) Raportul Comitetului pentru Sisteme de Plăți și de Decontare (CPSS) intitulat *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, publicat pe website-ul BRI.

3) Se consideră că un sistem de plăți are o importanță sistemică atunci când perturbațiile care îl afectează pot declanșa sau transmite alte perturbații pe ansamblul sistemului financiar. În cazul Eurosistemului, toate sistemele de plăți pentru valori mari în euro au o importanță sistemică.

Tabel 2 Funcția de supraveghere BCE/Eurosistem: principalele realizări (continuare)

Publicat în luna mai 2003, raportul privind obiectivele de securitate pentru sistemele de monedă electronică (EMSSO – *Electronic money system security objectives*) prezintă așteptările Eurosistemului referitoare la securitatea tehnică a sistemelor de monedă electronică. Acest raport cuprinde o descriere generală a sistemelor de monedă electronică, o analiză completă a riscurilor/amenințărilor și o listă a obiectivelor de securitate pe care aceste sisteme trebuie să le îndeplinească pentru acoperirea riscurilor/soluționarea amenințărilor.

Cadrul de supraveghere pentru sistemele de plăți de valoare mică în euro a fost adoptat în luna iunie 2003. Scopul acestui cadru este acela de a preveni transformarea acestor sisteme de plăți în vectori ai riscurilor sistemice sau ai turbulențelor economice în zona euro. Acest cadru cuprinde criteriile de clasificare a sistemelor de plăți de valoare mică în funcție de importanța sistemică a acestora.

Raportul cu privire la așteptările Eurosistemului în domeniul continuității operaționale a sistemelor cu importanță sistemică (*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems*) a fost publicat în luna mai 2006. Ca răspuns la noile tipuri de amenințări care au apărut în ultimii ani, obiectivul fundamental al raportului a fost acela de a crea un cadru de supraveghere armonizat pentru continuitatea operațională în zona euro. Raportul oferă îndrumări operatorilor sistemelor de plăți cu importanță sistemică care le permite acestora să obțină niveluri satisfăcătoare și omogene de rezistență, vizând îndeosebi strategia de continuitate operațională, planificarea, simularea și gestionarea crizelor.

În luna iulie 2007, BCE a publicat principiile Eurosistemului pentru localizarea și utilizarea sistemelor de decontare a operațiunilor de plăți în euro (*Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*). Aceste principii se aplică tuturor sistemelor de plăți existente sau potențiale din afara zonei euro care decontează operațiunile în euro, precizând totodată poziția Eurosistemului în acest domeniu (scopul acestuia fiind acela de a menține controlul asupra monedei proprii).

În luna ianuarie 2008, Consiliul guvernatorilor a aprobat raportul intitulat *Oversight framework for card payment schemes – Standards* (Cadrul de supraveghere pentru sistemele de plăți prin card – Principii), care definește principiile comune de supraveghere ale Eurosistemului pentru sistemele de plăți prin card în zona euro. Obiectivul acestor principii este acela de a asigura securitatea și eficiența acestor sisteme.

Evaluarea principalelor sisteme de plăți

În anul 2001, la solicitarea BCE, IFM a elaborat un raport cu privire la respectarea normelor și codurilor (*Reports on the Observance of Standards and Codes*) pentru zona euro, în contextul Programului de evaluare a sectorului financiar. Referitor la sistemele de plăți, evaluarea s-a concentrat asupra sistemelor TARGET și EURO1⁴.

Înainte de punerea în funcțiune a sistemului CLS în anul 2002, BCE alături de alte bănci centrale emitente a unei devize eligibile pentru decontare în cadrul CLS au realizat o evaluare comună a riscurilor asociate sistemului. Pentru ca rezultatele acestei evaluări să fie pozitive, BCE a aprobat includerea euro între devizele acceptate de CLS.

În cursul anului 2003, 19 sisteme de plăți pentru valori mari în euro, inclusiv toate componentele TARGET, au fost evaluate în funcție de Principiile fundamentale. Rezultatele acestei evaluări sunt disponibile pe website-ul BCE începând din anul 2004⁵.

La începutul anului 2005, autoritățile de supraveghere a TARGET au efectuat o evaluare a supravegherii SORBNET-EURO, sistemul de decontare pe bază brută în timp real în euro utilizat de Narodowy Bank Polski, în vederea conectării sale la TARGET prin intermediul sistemului utilizat de Banca d'Italia (BIREL).

În luna august 2005, rezultatele unei evaluări detaliate a modului de supraveghere a unui număr de 15 sisteme de plăți de valoare mică în funcție de Principiile fundamentale au fost prezentate pe website-ul BCE.

În anul 2006, a fost realizată o evaluare detaliată a modului de supraveghere cu privire la impactul conectării sistemului de decontare brută în timp real în euro utilizat de Eesti Pank la TARGET prin intermediul sistemului BIREL.

Înainte de implementarea sa în luna noiembrie 2007, TARGET2 a făcut obiectul unei evaluări complete a modului de supraveghere în funcție de Principiile fundamentale. Versiunea finală a raportului detaliat de evaluare a TARGET2 urmează să fie publicată în anul 2009.

Alte activități principale

În cooperare cu BCN, diferitele sisteme de plăți și de decontare a operațiunilor cu titluri de valoare utilizate de statele membre UE au făcut în mod regulat obiectul unor descrieri detaliate, prezentate în raportul BCE intitulat *Payment systems in the European Union* (cunoscut și sub numele de „Cartea albastră”), precum și în Anexa la Cartea albastră care conține date statistice amănunțite despre aceste sisteme. Cea mai recentă ediție a Cărții albastre a fost publicată în anul 2007.

Funcția de supraveghere a fost utilizată pentru monitorizarea atentă a activităților desfășurate de băncile corespondente. Se realizează o serie de sondaje periodice (cele mai recente datând din anul 2005) pe un eșantion de bănci în vederea studierii caracteristicilor sistemelor de plăți din perspectiva riscului sistemic. Dată fiind natura confidențială a datelor furnizate de bănci, rezultatele sondajelor pot fi accesate doar de participanți.

În anul 2007, metodologia anterioară de evaluare a fost actualizată, în timp ce o metodologie comună a fost dezvoltată pentru supravegherea sistemelor de plăți în euro cu importanță sistemică și a sistemelor cu o importanță ridicată. În urma unei dezbateri publice care a avut loc în semestrul II al anului, versiunea finală a noii metodologii a fost publicată pe website-ul BCE (noiembrie 2007).

4) Publicat pe website-ul FMI în luna octombrie 2001

5) A se vedea raportul intitulat *Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*.

EXPERIENȚĂ ȘI PERSPECTIVE





Funcția de supraveghere a băncilor centrale este exercitată într-un mediu dinamic. Modificările survenite pe piețele financiare la nivel european și internațional afectează cadrul juridic și infrastructura piețelor, precum și relațiile dintre aceste elemente. Băncile centrale trebuie să ia în considerare aceste evoluții în elaborarea strategiilor și desfășurarea activităților de supraveghere. Experiența ultimului deceniu a arătat faptul că funcția de supraveghere a BCE, în strânsă cooperare cu băncile centrale naționale din Eurosistem și SEBC, dar și la nivel internațional, a soluționat aceste provocări. Strategiile și standardele de supraveghere au contribuit la crearea unor sisteme de plăți și decontare sigure și eficiente. Interacțiunea strânsă între autoritățile de supraveghere, administratorii și participanții la aceste sisteme a avut o contribuție importantă la acceptarea pe piață a strategiilor și standardelor de supraveghere și la implementarea eficientă a acestora de către entitățile supuse procesului de supraveghere.

În contextul evoluțiilor viitoare și alături de continuarea procesului de supraveghere a infrastructurii pieței din zona euro, supraveghetorii BCE și ai Eurosistemului se concentrează asupra (i) sporirii în continuare a transparenței obiectivelor și activităților de supraveghere prin actualizarea declarației publice de principiu a Eurosistemului din luna iunie 2000 și prin publicarea unui raport periodic de supraveghere, (ii) contribuției suplimentare la activitatea grupului de lucru SEBC-CESR, (iii) participării la dezbaterile membrilor CLS și SWIFT responsabili cu supravegherea cooperativă, (iv) cooperării cu alte bănci centrale din UE în domeniul continuității operaționale și (v) dezvoltării unui cadru de supraveghere bazat pe riscuri. Luând în considerare integrarea crescută a piețelor financiare și a infrastructurii pieței, mai ales în zona euro, dar și la nivel global, BCE va continua să acorde o atenție deosebită cooperării strânse între autoritățile de supraveghere din Eurosistem și din SEBC, precum și între autoritățile de supraveghere și alte autorități publice relevante, precum supraveghetorii bancari și autoritățile de reglementare a piețelor de valori mobiliare.

Evoluția funcției de supraveghere într-un mediu dinamic

Câteva priorități viitoare

PRINCIPALELE CARACTERISTICI ALE ZONEI EURO*

				
Populația (milioane)	319	495	302	128
PIB (PPC, trilioane €)	8,9	12,6	12,0	3,7
PIB <i>per capita</i> (PPC, mii €)	27,8	25,4	39,6	29,0
Cota din PIB la nivel mondial (PPC, %)	16,1	22,7	21,3	6,6
Exporturi (bunuri și servicii, % din PIB)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Formarea brută de capital fix (% din PIB)	21,7	21,2	18,7	23,3
Economisire brută (% din PIB)	22,5	20,8	13,4	29,6

* 2007 ** Datele pentru zona euro exclud Cipru și Malta
Surse: pentru zona euro și UE: BCE, Eurostat, date naționale, FMI și calcule BCE; pentru Statele Unite și Japonia: surse naționale, FMI.



8 STATISTICA

Statisticile de calitate constituie un element esențial pentru analiza politicii monetare, precum și pentru studiile și procesul de luare a deciziilor ale BCE. Multe dintre funcțiile BCE menționate în capitolele anterioare nu ar fi putut fi îndeplinite corespunzător în absența unor informații statistice furnizate în timp util, sigure și coerente. În plus, statistica BCE este utilă analiștilor pieței financiare, mediului universitar și publicului. Datele statistice furnizate de BCE contribuie la înțelegerea deciziilor luate de Consiliul guvernatorilor și pot facilita deciziile corecte ale publicului în domeniul investițiilor și al creditelor.

În vederea îndeplinirii obiectivului său principal, respectiv asigurarea stabilității prețurilor în zona euro, BCE trebuie să dispună de o multitudine de date statistice financiare și economice. O imagine exactă a situației economice actuale și a structurii economiei zonei euro constituie premisa necesară analizei și orientării de politică monetară adecvate. La început, existau puține date statistice pentru întreaga zonă euro. În ultimii zece ani, s-au depus eforturi însemnate pentru elaborarea unor noi statistici și îmbunătățirea celor existente (în ceea ce privește armonizarea conceptelor, a frecvenței și publicarea datelor în timp util).

În Europa, activitatea în domeniul statisticii a fost favorizată de cooperarea strânsă între BCE și Eurostat. BCE este responsabilă de furnizarea datelor statistice monetare și financiare, iar Eurostat de cea a datelor economice. Aceasta din urmă include indicele armonizat al prețurilor de consum (IAPC), care reprezintă reperul BCE pentru stabilitatea prețurilor. Responsabilitatea pentru datele statistice externe (balanța de plăți și poziția investițională internațională) și pentru conturile zonei euro este comună cu Eurostat¹.

Datele statistice pe plan european, respectiv cele furnizate de SEBC și cele furnizate de Eurostat și institutele naționale de statistică au înregistrat îmbunătățiri semnificative în ultimul deceniu atât în ceea ce privește disponibilitatea, cât și calitatea. O gamă largă de date statistice disponibile în prezent la BCE a fost integrată într-un cadru unic, care oferă o prezentare coerentă a relațiilor între tranzacțiile și pozițiile diversilor participanți pe piață, clasificați conform rolului acestora în economie (de exemplu, populație, societăți nefinanciare, societăți financiare, administrații publice). Aceste statistici, denumite „conturile zonei euro”, oferă o prezentare trimestrială coerentă a evoluțiilor economico-financiare din zona euro.

Secțiunea 8.1 prezintă elaborarea de către BCE a unor statistici monetare, financiare și internaționale corecte și disponibile în timp util, necesare analizelor, studiilor, deciziilor și comunicării BCE. Secțiunea 8.2 analizează statistica economică elaborată de Eurostat. Secțiunea 8.3 se axează pe standardele de calitate utilizate de BCE pentru întocmirea statisticilor. Secțiunea 8.4 indică direcțiile de urmat.

8.1 STATISTICA BCE

La mijlocul anilor '90, elaborarea statisticilor pentru zona euro constituia o provocare, având în vedere lacunele importante și imperfecțiunile datelor disponibile în acel moment². Chiar și conceptele, definițiile și clasificările care stăteau la baza statisticii erau departe de a fi standardizate.

¹ Pentru mai multe detalii privind diviziunea muncii în domeniul statisticii la nivel european, a se vedea *Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)* (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf).

² Pentru detalii suplimentare privind evoluția statisticii zonei euro, a se vedea *The development of statistics for Economic and Monetary Union* de Peter Bull (2004) (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>).

În ultimii zece ani s-au înregistrat progrese semnificative în ceea ce privește disponibilitatea datelor statistice pentru zona euro

Cooperare strânsă între BCE și Eurostat

Multe imperfecțiuni și un grad redus de standardizare la început

Setul inițial de date pentru statistica zonei euro de care dispunea BCE în anul 1999 a cuprins numai informațiile esențiale: bilanțurile armonizate ale instituțiilor financiare și monetare (IFM) pe baza cărora puteau fi calculate agregatele monetare și principalele contrapartide ale acestora (inclusiv creditele acordate de IFM), o serie limitată de rate ale dobânzilor nearmonizate practicate la creditele acordate populației, unele informații privind piața financiară, provenite din surse comerciale și din pozițiile principale ale balanțelor de plăți, având în vedere lipsa unei distribuții geografice a țărilor de origine. Erau disponibile numai statistici financiare guvernamentale anuale și unele date anuale limitate, referitoare la economisire, investiții și finanțare în zona euro nou înființată. În majoritatea cazurilor, seriile temporale erau foarte scurte.

În luna noiembrie 1999 au fost adăugate date statistice privind emisiunea de titluri de stat de către guvernele țărilor și de către societăți financiare și nefinanciare din zona euro. De la începutul anului 2003, statistica bilanțurilor IFM a inclus o prezentare mai detaliată a instrumentelor, scadențelor și sectoarelor-contrapartidă. În același timp, au fost introduse statisticile armonizate ale ratelor dobânzilor practicate de IFM, cuprinzând o structurare a depozitelor și a creditelor pe scadențe și destinații. În viitorul apropiat, statistica fondurilor de investiții va fi armonizată și va acoperi întreaga zonă euro, venind și mai mult în întâmpinarea necesităților utilizatorilor. BCE a preluat de la Eurostat atribuția publicării curbelor randamentelor zilnice ale obligațiunilor de stat în zona euro.

În ceea ce privește statistica externă, BCE a îmbunătățit treptat datele balanței de plăți pentru zona euro prin oferirea mai multor detalii, prezentând separat debitele și creditele, precum și distribuția geografică a principalelor contrapartide (de ex. SUA, Marea Britanie, țările membre UE din afara zonei euro, Japonia, China). În prezent, BCE publică trimestrial poziția investițională internațională, care poate fi considerată drept bilanțul financiar al zonei euro pe ansamblu, precum și o detaliere a modificărilor la nivelul poziției investiționale internaționale (suplimentar tranzacțiilor din balanța de plăți, care se referă în special la modificările privind evaluarea activelor și pasivelor financiare ca urmare a evoluțiilor prețurilor și ale cursului de schimb). În plus, au devenit disponibile date statistice privind cursul de schimb efectiv nominal și real, cât și cele privind rolul euro pe plan internațional, datele fiind suplimentate recent cu indicatori naționali armonizați – cu frecvență lunară – referitori la competitivitate, bazați pe indicii prețurilor de consum.

Multe date statistice și indicatori statistici sunt elaborați pentru analiza evoluțiilor pe piețele financiare, a gradului de integrare financiară în Europa, a stabilității financiare în ansamblu și în cadrul sectorului bancar din UE, precum și a evoluțiilor în domeniul plăților, a infrastructurilor plăților și a tranzacționării, compensării și decontării titlurilor.

Un moment de referință a fost cel din luna iunie 2007, când BCE a publicat, împreună cu Eurostat, primele conturi economice și financiare trimestriale integrate, pe sectoare instituționale³. Aceste conturi oferă o prezentare cuprinzătoare și coerentă a evoluțiilor economico-financiare și a relațiilor între diverse sectoare economice din zona euro (gospodăria ale populației, societăți comerciale și administrații publice), precum și între zona euro și restul lumii. Conturile zonei euro pot fi considerate drept conturi naționale pentru zona euro. Integrarea deplină și compatibilitatea aproape completă a acestor conturi, precum și elaborarea comună și simultană a acestora în fiecare trimestru de către două instituții (BCE și Eurostat) reprezintă o realizare unică⁴.

8.2 ALTE STATISTICI ECONOMICE

La înființarea Uniunii Economice și Monetare, Eurostat (în colaborare cu institutele naționale de statistică) a elaborat IAPC ca indice de preț armonizat, precum și alte date statistice privind prețurile, costurile, piețele forței de muncă și alte evoluții economice. Datele disponibile privind conu-

3 A se vedea articolul din Buletinul lunar al BCE – noiembrie 2007.

4 Pentru o prezentare completă a datelor statistice disponibile și elaborate de BCE, a se vedea *ECB statistics: an overview*, BCE, 2008.

riile naționale pentru zona euro erau limitate. Totuși, momentul publicării acestora nu contribuia la îndeplinirea obiectivelor de politică monetară. De atunci, date statistice relevante pentru zona euro furnizate de Eurostat au fost publicate mult mai prompt, în special după adoptarea de către Consiliul Ecofin a Planului de acțiune cu privire la statisticile UEM (2000) și elaborarea, în anul 2002, a unei liste a principalilor indicatori economici europeni (PIEE) lunari și trimestriali. De exemplu, elaborarea în timp util a estimărilor rapide ale IAPC și a celor trimestriale pentru variația volumului PIB reprezintă o realizare importantă, datele fiind incluse în analizele economice și de politică monetară. În plus, sfera de cuprindere a statisticilor financiare guvernamentale, atât anuale, cât și trimestriale, s-a extins semnificativ. Standardele metodologice au fost perfecționate în continuare în toate domeniile.

Cu toate acestea, este necesar să se depună în continuare eforturi (în privința datelor statistice noi, a frecvenței și/sau calității datelor statistice disponibile)⁵. Sunt necesare și alte îmbunătățiri, în principal în domeniul serviciilor, al piețelor forței de muncă (prin integrarea datelor statistice privind piața forței de muncă în conturile naționale pentru facilitarea analizelor referitoare la creșterea economică și la productivitate) și al pieței imobiliare. Îmbunătățiri în ceea ce privește promptitudinea publicării și calitatea sunt necesare și pentru alte date statistice. Aceasta poate implica o coordonare mai strânsă a procesului de elaborare a datelor statistice între institutele de statistică europene și vizează publicarea coordonată a datelor naționale, care să corespundă țintelor europene de oportunitate a momentului publicării și politicilor de revizuire armonizate. În cele din urmă, comunicarea adecvată a datelor statistice este esențială. Acest lucru se referă în special la IAPC (Casetă 1).

⁵ A se vedea *EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU*, octombrie 2007 (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>).

Casetă 1

ROLUL INDICELUI ARMONIZAT AL PREȚURILOR DE CONSUM

Având în vedere responsabilitatea principală de a menține stabilitatea prețurilor, BCE are nevoie de date statistice de calitate cu privire la evoluțiile prețurilor. În acest context, BCE acordă un rol important indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) pentru zona euro, care este calculat lunar de Eurostat. IAPC este utilizat și la evaluarea pregătirii celorlalte țări membre UE pentru adoptarea euro ca monedă națională. IAPC este calculat de fapt pentru toate țările membre UE.

IAPC surprinde modificarea prețurilor legată de cheltuielile de consum pentru bunuri și servicii ale întregii populații. Este o măsură adecvată pentru inflația generată de prețurile de consum, calculată conform celor mai bune standarde internaționale. Pentru zona euro, IAPC se calculează lunar, pe baza a 1,7 milioane observații ale prețurilor individuale ale bunurilor și serviciilor în 200 000 de unități din aproximativ 1 500 de orașe din întreaga zonă euro.

Pentru fiecare produs sunt înregistrate prețurile practicate în diferite unități și regiuni. De exemplu, subindicele pentru prețurile cărților ia în considerare tipuri diverse de cărți vândute în librării, supermarketuri și prin furnizorii de internet. Grupele de produse din cadrul indicelui sunt ponderate în funcție de importanța relativă a acestora în totalul cheltuielilor de consum ale populației. Aceste ponderi sunt actualizate periodic, pentru a surprinde schimbările în timp în structura cheltuielilor, în vederea menținerii reprezentativității indicelui. S-au depus eforturi pentru tratarea armonizată a unor probleme complexe, cum ar fi prețurile asigurărilor, ale serviciilor de sănătate și educație, cât și pentru a include produse noi sau substanțial modificate.

Sunt necesare reduceri suplimentare ale decalajelor temporale în privința publicării și îmbunătățirea calității datelor statistice

IAPC de calitate este un indicator al stabilității prețurilor

IAPC se bazează pe 1,7 milioane de observații lunare separate

Există loc și pentru alte armonizări

Întotdeauna există loc pentru îmbunătățiri. Una dintre priorități este tratarea mai bine armonizată a schimbărilor în calitatea produselor. De exemplu, un producător de automobile poate să adauge elemente de siguranță, cum ar fi *airbag*-uri, la un model nou și să majoreze în același timp prețul. Pentru a măsura corect modificarea de preț respectivă, trebuie estimată proporția din majorarea prețului mașinii care reflectă îmbunătățirea calității autovehiculului datorită dotării cu *airbag*-uri. A doua prioritate o constituie tratamentul aferent locuințelor proprietate personală. În timp ce majorările chiriilor sunt incluse în IAPC, majoritatea cheltuielilor legate de deținerea unei locuințe în proprietate personală nu sunt incluse în acest indice. Ținând seama de faptul că proporția persoanelor fizice care dețin o locuință în proprietate personală și cea a celor care închiriază o locuință prezintă deosebiri substanțiale între țările din zona euro, includerea locuințelor aflate în proprietate personală ar mări gradul de comparabilitate al IAPC între țările din zona euro și sfera de acoperire a indicelui prețurilor.

8.3 CADRUL PENTRU STATISTICI DE CALITATE

Datele statistice sunt utile multor scopuri și utilizatori

Statisticile de calitate stau la baza analizelor de politică monetară, a deciziilor și a comunicării BCE. În Uniunea Europeană, calitatea, gradul de siguranță și de imparțialitate prezintă o importanță deosebită, întrucât statisticile sunt utilizate de autoritățile naționale. Monitorizarea Pactului de stabilitate și creștere, deciziile referitoare la extinderea zonei euro și contribuțiile naționale la bugetul UE, precum și politica regională a UE depind de calitatea datelor statistice pe care se fundamentează.

Calitatea și governanța constituie priorități ale statisticii

Statistica BCE respectă în mare măsură standardele statistice unanim acceptate pe plan european și mondial. În plus, BCE participă activ la dezvoltarea în continuare a acestor standarde (de exemplu, Sistemul conturilor naționale, Manualul pentru balanța de plăți) și, în general, cooperează strâns cu organizațiile internaționale importante (de exemplu, Comisia Europeană, FMI, BRI, OCDE, ONU) în vederea armonizării pe plan mondial a standardelor și definițiilor pentru statistica economico-financiară.

În anul 2007, a fost publicată lucrarea cu titlul *Public commitment with respect to the ESCB's statistical function*, indicând importanța calității și a governanței în domeniul statisticii. Aceasta subliniază bunele practici, standardele etice și cooperarea, cu respectarea principiilor de imparțialitate, independență științifică, eficiență din punct de vedere al costurilor, de confidențialitate a datelor statistice, de evitare a unor sarcini excesive pentru agenții economice care raportează date, precum și calitatea statisticilor elaborate. În plus, lucrarea cu titlul *ECB Statistics Quality Framework*, publicată în anul 2008, dezvoltă principiile de calitate care guvernează elaborarea statisticii BCE.

Dialogul periodic între utilizatori și statisticieni, respectarea standardelor statistice utilizate pe plan mondial și angajamentul clar pentru calitatea și governanța datelor statistice sunt esențiale pentru întocmirea statisticii pentru zona euro, care să corespundă cerințelor factorilor de decizie ai BCE în domeniul politicii monetare. În vederea asigurării unui echilibru între necesitățile utilizatorilor de date statistice și costul aferent furnizării acestor date, deciziile privind datele statistice noi sau substanțial îmbunătățite elaborate de BCE sunt bazate întotdeauna pe evaluarea sistematică a avantajelor și costurilor suplimentare.

Necesitatea realizării unui echilibru între cerințele utilizatorilor...

În orice caz, chiar dacă statistica reprezintă mai puțin de 2% din totalul cheltuielilor administrative, statisticienii europeni urmăresc minimizarea cheltuielilor aferente răspunsurilor la sondajele pe care le efectuează. În acest scop, o soluție este aceea de a colecta datele o singură dată și apoi a le disemina autorităților statistice care le solicită, cu condiția respectării stricte a standardelor de confidențialitate. Acest lucru poate necesita modificări în domeniul juridic, precum și colaborarea

... și costurile aferente activității de raportare

eficiență între BCE și băncile centrale naționale, institutele statistice naționale și autoritățile de supraveghere financiară. În același timp, trebuie admis faptul că statistica de calitate se va baza întotdeauna pe un număr însemnat de sondaje cu eșantioane.

Un aspect important din punct de vedere al calității îl reprezintă accesibilitatea datelor statistice elaborate și distribuite de BCE. În acest domeniu s-au înregistrat perfecționări remarcabile în ultimul deceniu. Secțiunea statistică a Buletinului lunar s-a extins considerabil în timp. Broșura statistică cu periodicitate lunară oferă informațiile principale într-un format foarte accesibil. În prezent, BCE elaborează anual aproximativ 70 de comunicate de presă conținând date statistice. În ceea ce privește accesibilitatea datelor, cel mai însemnat progres a fost consemnat în anul 2006, prin lansarea *Statistical Data Warehouse* al BCE⁶, de unde se pot descărca direct datele în mod gratuit. În prezent aproximativ 250 000 de utilizatori diferiți accesează în fiecare an această bază de date pe internet.

8.4 ÎNVĂȚĂMINTE ȘI DIRECȚII DE URMAT

Gradul de disponibilitate și oportunitatea momentului publicării au fost semnificativ consolidate în timp și sunt în prezent comparabile cu cele din principalele zone monetare. În pofida acestor progrese, mai sunt necesare îmbunătățiri. Evoluțiile actuale se axează pe furnizarea de: (i) conturi economice pentru zona euro disponibile în timp util, mai detaliate și mai coerente, (ii) statistici armonizate privind companiile de asigurări și fondurile de pensii și (iii) statistici mai detaliate referitoare la securitizarea activelor. De asemenea, trebuie perfecționată măsurarea transferurilor riscului de credit.

În general, statistica elaborată de BCE trebuie să îndeplinească în continuare cerințele în schimbare ale utilizatorilor și să reflecte cele mai recente evoluții economico-financiare. Datele statistice agregate trebuie să reflecte și tendințe precum globalizarea, integrarea financiară și inovația în domeniul financiar.

În acest context, Consiliul guvernatorilor a aprobat o strategie care vizează perfecționarea în continuare a eficienței colectării și elaborării datelor statistice pentru zona euro. Aceasta presupune, printre altele, cooperarea și mai strânsă între departamentele de statistică ale BCN și BCE, precum și între acestea și parteneri externi cum ar fi institutele de statistică, autoritățile în domeniul supravegherii și reprezentanții ai sectorului financiar. Câștigurile de eficiență rezultate ar putea fi utilizate pentru a acoperi lacunele încă existente la nivelul statisticii BCE.

Sunt necesare îmbunătățirea în continuare a colectării și elaborării datelor statistice...

... precum și cooperarea strânsă la nivelul tuturor factorilor implicați

⁶ Pentru detalii suplimentare, a se vedea <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

BANCNOTELE ZONEI EURO



MONEDELE ZONEI EURO



9 BANCNOTELE EURO - UN SIMBOL TANGIBIL AL INTEGRĂRII



Euro a fost adoptat oficial în anul 1999 ca mijloc de plată și ca unitate monetară pe piețele financiare și valutare. Pentru majoritatea populației însă, acest lucru s-a materializat la data de 1 ianuarie 2002, când au fost introduse bancnotele și monedele. Pe parcursul perioadei de tranziție de trei ani, a fost emis un volum inițial de peste 15 miliarde bancnote euro, cantitate suficientă pentru a acoperi 15 000 de stadioane de fotbal, precum și 52 miliarde monede euro. În prezent, acest simbol tangibil al integrării economice și monetare este deținut de oricine. Începutul acestui proces se situează, însă, cu zece ani înaintea introducerii efective a numerarului¹.

Au fost necesari trei ani pentru producerea numerarului euro

Structura acestui capitol este următoarea. Secțiunea 9.1 cuprinde un scurt istoric al bancnotelor euro. Secțiunea 9.2 analizează etapele principale în procesul de trecere la noua monedă. Secțiunea 9.3 oferă unele date statistice. Secțiunea 9.4 tratează problema gestionării numerarului. Secțiunea 9.5 se referă la cea de-a doua emisiune de bancnote, care se află în prezent în stadiu de pregătire.

9.1 BANCNOTELE EURO: SCURT ISTORIC

În anul 1995, Consiliul Europei a convenit ca denumirea unității monetare comune să fie „euro”. Cu toate acestea, fără a fi cunoscute de majoritatea populației, pregătirile în vederea emiterii bancnotelor euro începuseră cu trei ani mai devreme, cu discuții privind unele aspecte fundamentale. În anul 1994, Consiliul Institutului Monetar European (IME) a decis o secvențialitate de 1:2:5 pentru bancnotele euro (respectiv 10 EUR, 20 EUR și 50 EUR), care a fost aplicată și monedelor euro (respectiv 1 cent, 2 cenți, 5 cenți). Sistemul este unul zecimal, care facilitează calculele. Astfel, se menține la un nivel minim și numărul de bancnote necesare pentru plata unei sume. Această secvențialitate este în concordanță cu structura obișnuită pe cupiuri a majorității valurilor pe plan mondial.

Cupiurile simplifică operarea cu numerar

Structura pe cupiuri a bancnotelor euro este bazată pe cea existentă în cazul monedelor naționale. Bancnota cu valoarea cea mai mare a fost cea de 500 EUR, ținând seama că în Belgia, Germania, Italia, Luxemburg, Țările de Jos și Austria fuseseră emise bancnote cu valori între 200 EUR și 500 EUR. S-a stabilit ca bancnota cu valoarea cea mai scăzută să fie cea de 5 EUR.

În urma solicitărilor, a fost luată în considerare și opțiunea de a emite bancnote de 1 EUR și 2 EUR. BCE a analizat cu atenție această solicitare și a consultat factorii implicați în operarea cu numerar, cum ar fi asociațiile bancare și cele de retail din Europa, ajungând însă la concluzia că aceste bancnote cu valoare scăzută nu sunt necesare. De fapt, bancnotele cu valoare scăzută, de 1 EUR sau 2 EUR, ar fi complicat operarea cu numerar și ar fi dus la scăderea calității generale a bancnotelor în circulație, având în vedere că ar putea fi utilizate ca rest în cazul unor cumpărături de mică valoare, chiar dacă monedele sunt mai practice în acest scop. Mai mult, sondajele de opinie au indicat faptul că numai o treime din populația din zona euro ar fi agreat utilizarea unor astfel de bancnote. În anul 2004, Consiliul guvernatorilor a decis să nu modifice structura pe cupiuri a bancnotelor nici pentru seria actuală de bancnote euro, nici pentru cea de-a doua.

Bancnotele cu valoare scăzută: prea costisitoare

La începutul anului 1996, IME a organizat un concurs pentru grafica bancnotelor euro pe baza specificațiilor preliminare. În luna decembrie a aceluiași an, Consiliul IME a selectat temele grafice câștigătoare ilustrând „epocile și stilurile Europei”. Înainte de a fi selectată, tema grafică câștigătoare a fost aleasă dintr-o listă redusă de către un juriu format din experți independenți în marketing, grafică și istoria artei, fiind supusă testelor printr-un sondaj reprezentativ pentru Europa. În mod deliberat, temele grafice ale bancnotelor euro nu prezintă nicio caracteristică națională, acestea fiind cu adevărat europene².

¹ A se vedea *How the euro became our money*, BCE 2007.

² A se vedea *Euro banknote exhibition*, BCE 2003

**Bancnote identice pentru
reducerea costurilor și
simplificarea gestionării
numerarului**

Includerea unor elemente naționale, cum ar fi portretele unor șefi de stat sau monarhi, a fost luată în considerare, însă, din diverse motive, a fost respinsă în cele din urmă. Producerea unor bancnote euro identice era mai facilă și mai eficientă, iar BCN aveau posibilitatea de a gestiona mai ușor stocul de astfel de bancnote. Bancnotele urmau să circule liber în întreaga zonă euro. Circulația neîngrădită face posibilă refacerea stocurilor scăzute de bancnote la una dintre BCN prin recurgerea la surplusul aflat în stocul altei BCN, fără a crea impresia că o țară o „inundă” pe o alta cu bancnotele purtând propriile simboluri naționale. În plus, s-a convenit ca bancnotele retrase din circulație să nu fie repatriate băncii centrale emitente. Alt motiv pentru excluderea elementelor naționale a fost producerea „în comun” a bancnotelor începând cu anul 2002, aceasta însemnând în principiu că un anumit cupiu este achiziționat numai de către două până la patru BCN, ceea ce conduce la economii de scală. Această diviziune a muncii ar fi mai puțin eficientă dacă bancnotele nu ar fi interschimbabile.

Producția pe scară largă a bancnotelor a început la jumătatea anului 1999, după mai multe teste de imprimare și ajustări ale specificațiilor inițiale. În perioadele de vârf, cele 15 imprimării de bancnote mandatate în acest sens produceau 400 bancnote pe secundă.

9.2 ADOPTAREA EURO ÎN FORMĂ FIZICĂ³

**Trecerea la euro: fără sincop
și rapidă...**

Preschimbarea tuturor bancnotelor și monedelor în circulație în cazul unei populații de peste 300 de milioane de locuitori, într-un interval foarte scurt, a reprezentat o operațiune logistică fără precedent. Acest proces se putea solda cu un succes numai prin coordonarea și colaborarea strânsă între toate părțile implicate. Astfel, instituțiile UE, autoritățile naționale, instituțiile de credit, companiile transportatoare de valori, comercianții cu amănuntul, organizațiile consumatorilor și societățile care dețin în administrare bancomate au fost implicate în aceste pregătiri începând din anul 1997. În vederea coordonării la nivel național a activităților de trecere la euro și a reacției rapide la orice incident, Eurosistemul a înființat un Comitet de coordonare a procesului de trecere la euro. La începutul anului 2002, 8 miliarde de bancnote euro și aproximativ 38 miliarde de monede euro au înlocuit, într-o perioadă de timp relativ scurtă, 6 miliarde bancnote și 29 miliarde monede naționale. În pofida preschimbării unei cantități impresionante de numerar, statele membre ale zonei euro au convenit asupra unor perioade foarte scurte de circulație în paralel a euro și a monedelor naționale (între 4 săptămâni și 2 luni) în vederea menținerii unui nivel scăzut al costurilor. Pentru a reduce și mai mult costurile legate de operarea simultană cu două însemne monetare, aceste state au stabilit, de asemenea, să depună toate eforturile pentru a face posibil ca majoritatea tranzacțiilor în numerar să fie efectuate în euro până la mijlocul lunii ianuarie 2002. În realitate, 50% din tranzacțiile în numerar se efectuau deja în noua monedă la o săptămână după lansarea acesteia.

**... datorită distribuiri
anticipate a numerarului și a
campaniei de informare**

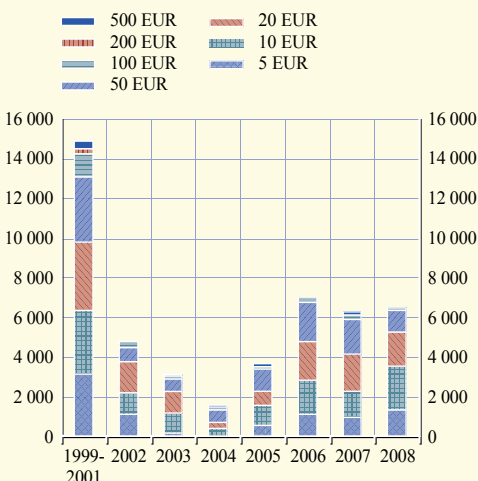
Distribuirea anticipată masivă de numerar euro către bănci, comercianți cu amănuntul și alte companii, începută în luna septembrie 2001, a fost esențială pentru trecerea rapidă și lipsită de probleme la noua monedă, asigurând repartizarea mai uniformă a resurselor BCN și ale companiilor operând cu numerar în tranzit și contribuind astfel la minimizarea blocajelor în ceea ce privește furnizarea numerarului. Eurosistemul a oferit băncilor un stimul pentru crearea anticipată a unor stocuri de bancnote și transferarea unei părți a acestora către clienții persoane juridice prin introducerea unui model de debitare decalată, vizându-se neutralizarea costurilor de oportunitate ale instituțiilor de credit în privința deținerii de numerar nepurtător de dobândă. Această abordare a fost una de succes, aproape 80% din volumul cererii inițiale de bancnote și 97% din cel de monede necesar trecerii la euro fiind distribuite anterior datei de 1 ianuarie 2002.

Eurosistemul a desfășurat „Campania de informare Euro 2002”, care a costat 80 milioane EUR, și a fost destinată publicului atât din cadrul, cât și din afara zonei euro. Pe lângă furnizarea de informații referitoare la numerarul euro ca atare, respectiv la grafică și la elementele de siguranță ale bancnotelor, campania a inclus aspectele practice ale procesului de trecere la noua monedă, pentru a încuraja

³ A se vedea *Evaluation of the 2002 cash changeover*, BCE 2002.

Grafic 1 Volumul de producție a bancnotelor euro

(milioane)



Sursa: BCE.

populația, de exemplu, să minimizeze deținerile de numerar în monedă națională și, pe cât posibil, să dea sume exacte la efectuarea plăților, astfel încât comercianții cu amănuntul să nu aibă nevoie de prea multe monede de mică valoare.

Spre deosebire de primele țări membre ale zonei euro, cele care au aderat recent, Slovenia (la data de 1 ianuarie 2007) și Cipru și Malta (la data de 1 ianuarie 2008), au introdus euro simultan ca numerar și ca mijloc de plată electronic. Astfel, BCN ale acestor țări nu au avut timp suficient să-și procure bancnotele euro necesare după aprobarea adoptării euro. Ca urmare, li s-a permis acestor țări să împrumute bancnote din stocul Eurosistemului, cu condiția „returnării” acestora în anii următori. BCE, în cooperare cu diverse BCN, au desfășurat campanii de informare similare cu Euro 2002, în vederea familiarizării populației din Slovenia, Cipru și Malta cu bancnotele și monedele euro.

Noile țări membre ale zonei euro împrumută inițial bancnotele

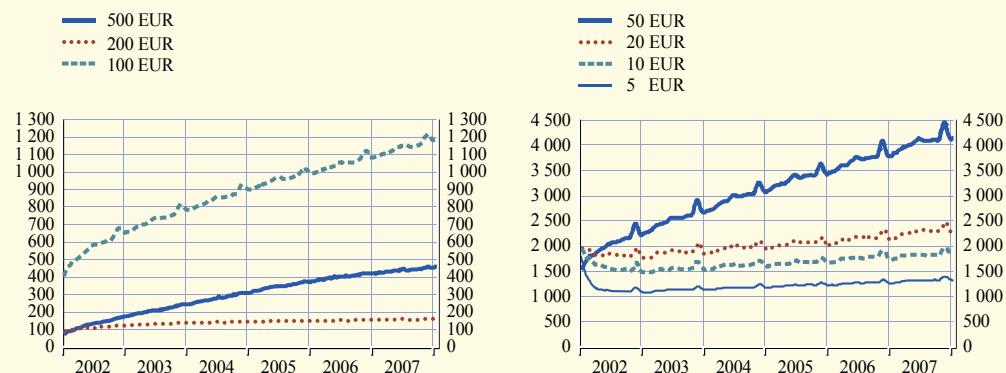
9.3 BANCNOTELE ÎN CIRCULAȚIE

După adoptarea euro în formă fizică, cantitatea de bancnote în circulație a sporit mai mult decât ar fi sugerat cantitatea de monede naționale în circulație. Această creștere puternică s-a datorat în principal ajustării lichidităților deținute de rezidenții și nerezidenții din zona euro. Bancnotele sunt utilizate nu numai ca mijloc de plată, ci și în vederea stocării de valori. Astfel, este posibil ca deținătorii de numerar din zona euro să-și fi ajustat deținerile de bancnote euro având în vedere cupiurile diferite și să fi preferat bancnotele de valoare mai mare disponibile în prezent. Un astfel de comportament este, în mod deosebit, explicabil în condițiile unor rate reduse ale dobânzii și ale unor anticipații inflaționiste scăzute. Expansiunea puternică a volumului bancnotelor în circulație s-a observat în special în cazul a trei cupiuri, respectiv EUR 50, EUR 100 și EUR 500. Cu toate acestea, decelerarea continuă a ritmurilor de creștere a cantității de bancnote euro de valoare mare poate constitui un în-

A sporit substanțial utilizarea bancnotelor euro

Grafic 2 Bancnote euro în circulație

(milioane)



Sursa: BCE.

Stocurile de bancnote sunt echilibrate datorită transferurilor transfrontaliere

diciu al faptului că această modificare la nivelul cererii de monedă treptat ia sfârșit. La finele anului 2007 erau în circulație aproximativ 12 miliarde de bancnote, în valoare de aproape 677 miliarde EUR. Astfel, valoarea bancnotelor euro în circulație a depășit-o pe cea a dolarului SUA, situându-se la sfârșitul anului 2007 la aproximativ 540 miliarde EUR, cursul de schimb la acea dată fiind de 1 EUR = 1,4721 USD. Utilizatorii de numerar din afara zonei euro au început să dețină o cantitate de bancnote euro mai mare decât cea de monedă națională, având în vedere facilitatea sporită de a deține euro. Se estimează că, în ceea ce privește valoarea, între 10% și 20% (posibil însă o cifră mai apropiată de limita superioară a intervalului) din bancnotele euro circulă în afara zonei euro.

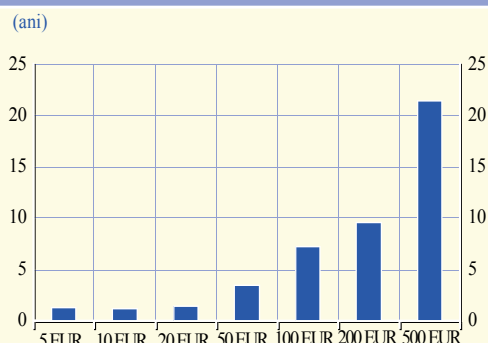
9.4 GESTIONAREA MONEDEI

Gestionarea coordonată a monedei și evoluția la nivelul bancnotelor asigură acceptarea facilă a acestora atât în interiorul, cât și în afara zonei euro. Existența unei monede multinaționale implică faptul că numerarul „circulă” dintr-o țară în alta în special datorită turiștilor, dar și a oamenilor de afaceri și a persoanelor care dețin numerar, ceea ce conduce atât la penurie, cât și la surplus în cazul unor cupiuri. În interiorul zonei euro, aceste dezechilibre sunt corectate prin intermediul sistemului de gestionare comună a stocurilor Eurosistemului, care stabilește nivelurile de referință pentru stocurile logistice ale BCN și permite efectuarea de transferuri ad hoc de sume mari de la BCN cu surplus de bancnote la cele care înregistrează un deficit. Acest mecanism de reechilibrare permite menținerea unor stocuri logistice mai scăzute. BCE monitorizează nivelul stocurilor logistice, coordonează utilizarea transfrontalieră a acestora și suportă costurile aferente transferurilor transfrontaliere cu ajutorul unei baze de date denumite *Currency Information System*.

Trecând dintr-o mână într-alta, bancnotele euro se deteriorează, uzându-se sau murdărindu-se, astfel încât aparatele de distribuție automată a numerarului, de exemplu, ar putea să le respingă. Ca urmare, publicul ar putea să-și piardă încrederea în aceste bancnote ca mijloc de plată acceptat pe scară largă. Din acest motiv, Eurosistemul trebuie să mențină integritatea bancnotelor, respectiv să asigure circulația numai a bancnotelor autentice și de calitate corespunzătoare. Testele privind autenticitatea și calitatea bancnotelor se efectuează cu ajutorul aparatelor de sortat bani de mare viteză, care verifică diverse elemente de siguranță și calitate, cum ar fi murdărire, uzură sau alte deteriorări. În funcție de modul de organizare pe plan național a ciclurilor de utilizare a numerarului, bancnotele circulă o perioadă mai lungă de timp în unele țări. Cu cât bancnotele se află o perioadă mai îndelungată în circulație, cu atât se uzează și se murdăresc mai mult. Ca urmare, Consiliul guvernatorilor a decis în anul 2001 să stabilească criterii minime de calitate, astfel încât BCN să repună în circulație numai bancnotele în stare bună, toate celelalte trebuind să fie distruse. Eurosistemul monitorizează cu atenție starea fizică a bancnotelor în circulație prin efectuarea unor verificări anuale prin sondaj. Pe termen lung, Eurosistemul are drept obiectiv creșterea duratei de viață a bancnotelor euro, de exemplu prin utilizarea unui substrat sau a unui strat protector mai rezistent, în special pentru bancnotele de valoare scăzută, afectate în mod deosebit de uzură sau murdărire.

În anul 2004, Consiliul guvernatorilor a adoptat un „Cadru pentru detectarea bancnotelor falsificate și sortarea calitativă a bancnotelor de către instituțiile de credit și alți agenți specializați care operează cu numerar”, un ansamblu de reguli care reglementează „reciclarea” sau repunerea în circulație a bancnotelor. Cadrul

Grafic 3 Durata medie de viață a bancnotelor euro



Sursa: BCE.
1) la data de 31 decembrie 2007.

BCN verifică autenticitatea și calitatea bancnotelor...

... și tot astfel procedează și instituțiile de credit și alți agenți care operează cu numerar

prevede efectuarea de către bănci sau alți agenți specializați care operează cu numerar a unor teste de calitate și autenticitate. Acesta garantează menținerea în circulație a bancnotelor de calitate satisfăcătoare, dacă instituțiile de credit decid repunerea în circulație a bancnotelor primite de la clienți și nu depunerea lor la banca centrală pentru a primi de la aceasta bancnote noi.

Această opțiune de reciclare oferă instituțiilor de credit și altor agenți specializați care operează cu numerar posibilitatea de a lucra mai eficient și cu costuri mai scăzute, având în vedere că trebuie evitate transporturile de numerar inutile la banca centrală; cu alte cuvinte, circuitul numerarului este mai scurt. Conform cadrului pentru reciclarea bancnotelor, cele repuse în circulație prin intermediul bancomatelor și al altor aparate utilizate de clienți trebuie testate cu ajutorul aparaturii de procesare a bancnotelor, verificate și confirmate ca fiind corespunzătoare de către banca centrală. Pentru aceste teste este necesar un aparat care să detecteze și să separe bancnotele false și pe cele necorespunzătoare. Website-ul BCE include o listă a aparatelor de procesare a bancnotelor testate cu succes și care trebuie utilizate de către bănci.

Având în vedere că bancnotele euro sunt utilizate transfrontalier în interiorul zonei euro, o convergență sporită a serviciilor cu numerar oferite de BCN asigură o competiție corectă între factorii implicați în efectuarea operațiunilor cu numerar, în special companiile care operează cu numerar în tranzit și instituțiile de credit, permițând acestora să beneficieze pe deplin de avantajele monedei comune în cazul tranzacțiilor transfrontaliere. Un pas important către realizarea convergenței l-a constituit distincția între serviciile gratuite și cele plătite, oferite de BCN pentru operațiunile cu numerar. Cea mai recentă realizare este oferirea, la cerere („acces la distanță”), de către BCN a unor servicii de numerar instituțiilor de credit din zona euro aflate în afara jurisdicției acestora, precum și posibilitatea pentru clienții profesioniști de a depune numerar la toate băncile centrale din acest spațiu monetar. Eurosistemul are în vedere încă o serie de măsuri, cum ar fi schimbul electronic de date cu instituțiile de credit privind depunerile și retragerile de numerar, precum și norme comune pentru ambalarea bancnotelor, care să fie aplicate de către BCN și clienții acestora.

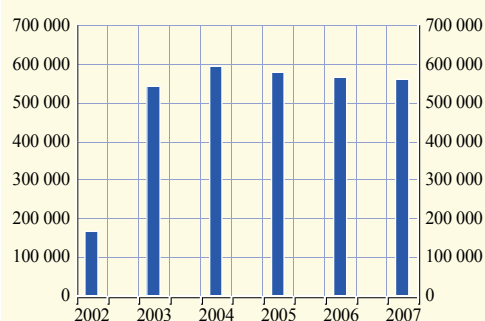
O zonă cu monedă unică face necesară convergența serviciilor de numerar ale BCN

9.5 SERIA A DOUA DE BANCNOTE EURO

În general, băncile centrale și celelalte autorități monetare modifică elementele de siguranță a bancnotelor după ce acestea s-au aflat în circulație timp de câțiva ani, pentru a preîntâmpina falsurile. De asemenea, Eurosistemul ia această măsură preventivă și elaborează în prezent o nouă serie de bancnote euro. Aceasta nu din cauza existenței unui număr ridicat de falsuri; mai puțin de 600 000 dintre acestea (o parte foarte mică din cele 12 miliarde de bancnote în circulație) sunt confiscate anual în medie, fiind, în general, de calitate scăzută și medie.

Cea de-a doua serie de bancnote va fi emisă în ianuarie 2011

Grafic 4 Numărul total de bancnote euro falsificate și retrase din circulație



Sursa: BCE.

Primul cupiu din cea de-a doua serie urmează să fie pus în circulație la 1 ianuarie 2011, iar acesta va fi urmat, pe o perioadă de mai mulți ani, de celelalte cupiuri. Grafica va reprezenta un progres prin faptul că va include actuala temă „epoci și stiluri ale Europei”, precum și elemente de siguranță din cele mai moderne și ușor de sesizat de către utilizator. În ceea ce privește funcționalitatea, grafica și elementele de siguranță, acestea sunt bazate pe studii de piață, la care au participat publicul și profesioniștii în operarea cu numerar,

precum și pe consultări cu principalii factori implicați în circuitul de numerar. BCE va face cunoscut din timp momentul când seria actuală de bancnote va înceta să mai aibă putere circulatorie, respectiv când nu va mai putea fi utilizată pentru efectuarea plăților. Cu toate acestea, BCN vor continua, pe o perioadă de timp nelimitată, să preschimbe bancnotele din seria „veche”.

În prezent, euro este o monedă utilizată pe plan mondial. Împreună cu băncile centrale partenere din Eurosistem, BCE va asigura condițiile ca bancnotele euro să fie în continuare un mijloc de plată valoros și apreciat atât în interiorul zonei euro, cât și în afara acesteia.



10 CONCLUZII

Prin crearea Uniunii Economice și Monetare (UEM) europene s-au pus bazele unui nou cadru instituțional și ale unei politici monetare unice, în vederea obținerii stabilității prețurilor. Nucleul acestui cadru este Banca Centrală Europeană. În această ediție specială a Buletinului lunar, care marchează împlinirea a 10 ani de existență a BCE, s-au analizat activitatea și realizările Băncii Centrale Europene și ale Eurosistemului din această perioadă crucială. Pentru a-și putea atinge obiectivul principal, respectiv stabilitatea prețurilor, BCE trebuie să îndeplinească o serie de sarcini și activități: o parte dintre acestea sunt menționate în Tratatul privind Uniunea Europeană, iar altele stau la baza cadrului politicii monetare unice.

Introducerea monedei euro a presupus elaborarea unui cadru instituțional adecvat pentru UEM. Combinarea unei politici monetare centralizate cu politici fiscale și structurale descentralizate – însă coordonate – a constituit, în linii mari, un demers satisfăcător. Procedurile de coordonare reflectă existența unei interdependențe din ce în ce mai mari între țările din zona euro. Instituțiile și organele europene, cum ar fi Parlamentul European, Comisia Europeană, Consiliul ECOFIN, Eurogrupul și altele, și-au intensificat schimburile de informații și analize. Cu toate acestea, pe măsură ce integrarea zonei euro înregistrează noi progrese, politicile definite la nivel național trebuie să acorde mai multă atenție cerințelor Comunității.

Cadrul politicii monetare din zona euro prezintă trăsături inedite. Noua configurație instituțională a UEM a transferat competența în domeniul politicii monetare unice Băncii Centrale Europene, care a primit un mandat clar și căreia i s-a garantat independența față de influențele politice. Aceasta se manifestă atât la nivel instituțional, cât și la nivel personal, financiar și funcțional. Ea presupune, totodată, un grad ridicat de transparență și responsabilitate, inclusiv obligația de a prezenta rapoarte Parlamentului European.

Strategia de politică monetară a BCE conferă analizei monetare un rol proeminent. Deciziile de politică monetară sunt luate pe baza experienței și a cunoștințelor colective ale Consiliului guvernatorilor BCE. Acest sistem colegial a fost benefic pentru zona euro în ultimii zece ani: cadrul a funcționat bine din prima zi, datorită, printre altele, angajamentului și profesionalismului de care a dat dovadă personalul Eurosistemului. Gestionarea extinderii a fost la fel de reușită. Există însă o serie de elemente ale cadrului care continuă să se modifice, date fiind nevoile în permanentă schimbare, forțele care acționează pe piață, progresele înregistrate la nivel tehnic și organizatoric, precum și măsurile legislative.

În momentul creării Băncii Centrale Europene și a Eurosistemului, se cunoștea destul de puțin modul în care ar putea funcționa zona euro după integrarea monetară a țărilor membre. În primii ani de existență a zonei euro, politica monetară și noile circumstanțe constituiau o provocare deosebită. Încă de la bun început au fost necesare investiții importante în instrumente analitice, în cercetare și în domeniul statisticii, care să vină în completarea celor realizate deja de Institutul Monetar European, predecesorul BCE. În prezent, la nivelul zonei euro se utilizează o gamă largă de date statistice, modele și alte instrumente analitice armonizate. Majoritatea metodologiilor și a datelor sunt publice, fiind tratate periodic în articolele publicate în Buletinul lunar și în alte tipuri de publicații.

Realizările Eurosistemului înregistrate după introducerea monedei euro au fost la fel de importante. Strategia de politică monetară a BCE este acum bine înțeleasă și considerată credibilă. În ultimii zece ani, aceasta a constituit o bază solidă pentru a reacționa la o multitudine de provocări. În pofida producerii unor șocuri de natură exogenă, rata medie anuală a inflației măsurate prin IAPC a depășit ușor pragul de 2% după introducerea monedei euro. În majoritatea țărilor din zona euro nivelul inflației a fost mult mai mic decât cel înregistrat în deceniile care au precedat introducerea monedei unice. Volatilitatea inflației s-a situat, la rândul ei, mult sub valorile anterioare.

Un nou cadru instituțional pentru UEM

Un nou cadru cu caracteristici inedite ...

... funcționează bine și este adaptabil

Experiență limitată la început...

... o gamă largă de date statistice, modele și instrumente utilizate în prezent

Nivelul scăzut al inflației și al ratelor dobânzilor susține...

Randamentul obligațiunilor și studiile au relevat faptul că BCE a reușit, de asemenea, să ancoreze anticipațiile inflaționiste pe termen mai lung. Această ancorare reflectă succesul strategiei de politică monetară a BCE și capacitatea acesteia de a asigura în mod credibil stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Pentru multe țări din zona euro, acesta este un beneficiu semnificativ și nu ar fi fost posibil fără existența unei BCE independente și a Eurosistemului.

... integrarea financiară, crearea de locuri de muncă și...

Pe ansamblu, efectele introducerii euro sunt pozitive. Avantajele stabilității prețurilor și ale unui nivel scăzut al ratelor dobânzilor încurajează înregistrarea de noi progrese economice și financiare favorabile, care se materializează treptat, dar sigur. În realitate, structurile economice și financiare au nevoie de timp pentru a se dezvolta. În prezent, schimburile de bunuri și servicii între țările din zona euro s-au amplificat, integrarea financiară s-a intensificat – ceea ce stimulează, la rândul său, dezvoltarea și modernizarea sistemului financiar –, investițiile străine directe și deținerile în portofoliu transfrontaliere au sporit, iar crearea de locuri de muncă în întreaga zonă euro se desfășoară într-un ritm susținut. Capacitatea mai mare de rezistență financiară și economică a generat un mediu internațional complex. Dimensiunea internațională a monedei euro și utilizarea acesteia ca monedă de rezervă și de tranzacționare au câștigat amploare, pe măsură ce procesul de integrare regională și globală a avansat. Euro a devenit a doua monedă din lume ca importanță, după dolarul american, deși sfera sa de influență la nivel mondial este ceva mai restrânsă.

... dimensiunea internațională a euro

Eurosistemul promovează în mod activ integrarea financiară...

În ultimii zece ani, Eurosistemul a contribuit activ la promovarea integrării financiare în diferite moduri, cum ar fi îmbogățirea cunoștințelor, conștientizarea și monitorizarea progreselor înregistrate în acest domeniu, pe baza unor indicatori de integrare financiară elaborați de BCE. Eurosistemul joacă rolul de catalizator pentru inițiativele bazate pe piață în vederea stimulării integrării financiare. De asemenea, acesta a promovat în mod direct integrarea financiară, furnizând servicii proprii activității de bancă centrală în întreaga zonă euro.

... și măsurile de stabilitate financiară

În ultimii zece ani, Eurosistemul s-a dovedit foarte activ și în consolidarea măsurilor care contribuie la stabilitatea financiară. Acest lucru a devenit din ce în ce mai necesar, ca urmare a integrării tot mai puternice și a evoluției tot mai rapide a piețelor financiare din Europa. Prin urmare, Eurosistemul monitorizează și evaluează permanent stabilitatea sistemului financiar, iar BCE publică semestrial un raport privind stabilitatea financiară (Financial Stability Review), consacrat întregului sistem financiar, și anual evaluări macroprudențiale și structurale ale sectorului bancar din UE. Periodic, Eurosistemul a oferit consiliere și a contribuit la elaborarea cadrului juridic, de reglementare și de supraveghere a serviciilor financiare, în special la nivelul UE. În domeniul gestionării crizelor financiare, Eurosistemul a promovat, de exemplu, încheierea unor acorduri voluntare de cooperare între autorități, a participat la exerciții de simulare de crize în cadrul UE și al zonei euro și a contribuit atât la elaborarea unui cadru analitic de evaluare a crizelor financiare, cât și la stabilirea foii de parcurs strategice pentru 2007 a Consiliului ECOFIN, în vederea îmbunătățirii în continuare a mecanismelor de gestionare a crizelor la nivelul UE în anii următori. În ceea ce privește supravegherea infrastructurii pieței, Eurosistemul a contribuit cu succes la garantarea siguranței și a eficienței fluxurilor monetare, de titluri și de alte instrumente financiare prin intermediul sistemelor de plăți și de decontare.

Continuă să existe numeroase provocări

Acești zece ani au demonstrat, de asemenea, că bazele UEM sunt solide și că țările care au adoptat moneda euro au atins un grad ridicat de convergență economică. Totuși, continuă să existe multe provocări. Majoritatea țărilor din zona euro trebuie să-și mărească în continuare flexibilitatea și adaptabilitatea la șocuri. Altfel spus, trebuie să continue reformele structurale ale piețelor proprii de bunuri și servicii, precum și ale pieței forței de muncă. Aceste reforme ar fi fost, în orice caz, inevitabile, chiar și fără UEM. Guvernele naționale trebuie să supravegheze, de asemenea, în permanență, evoluțiile competitivității la nivel național. Integrarea financiară a înregistrat pași importanți, dar mai sunt necesare progrese în unele domenii, de exemplu, în cel al serviciilor bancare transfrontaliere.

Cadrul de stabilitate financiară al UE încă nu a fost consolidat suficient. Sunt necesare îmbunătățiri constante pentru a ține pasul cu evoluțiile din domeniul integrării și inovării financiare și pentru a răspunde provocărilor care decurg din complexitatea cadrului instituțional al UE.

Beneficiile și avantajele generate de euro favorizează adaptarea și liberalizarea economiilor naționale. Reformele sunt facilitate de stabilitatea prețurilor, de absența tensiunilor asociate crizelor valutare care se manifestau periodic înainte de introducerea monedei euro, precum și de stabilitatea și rezistența sporită obținute prin reformele anterioare. De asemenea, faptul că „lumea” Europei se află în schimbare și că zona euro devine tot mai integrată influențează perspectivele privind evoluția viitoare a uniunii economice și monetare. Întreprinderile și populația devin tot mai conștiente de dimensiunea acțiunilor și deciziilor proprii la nivelul zonei euro și, respectiv, de oportunitățile pe care le oferă o zonă economică și financiară extinsă. Publicul larg și reprezentanții săi politici încep să gândească dincolo de orizonturile lor naționale și să acorde o mai mare importanță zonei euro. Cu timpul, se produce o schimbare de mentalitate.

Acum câteva zeci de ani realizările de astăzi ar fi fost de neconceput. Există, într-adevăr, multe motive pentru a sărbători cei zece ani de existență a UEM. Totuși, credibilitatea nu se obține niciodată pentru totdeauna. Vor continua să apară provocări ce vor necesita vigilență și atenție. Astăzi însă încrederea în Europa și în puterea monedei sale unice este o realitate.

**O schimbare de
mentalitate în favoarea
zonei euro**

STATISTICAL DATA WAREHOUSE

The screenshot displays the ECB Statistical Data Warehouse interface. On the left, there is a navigation menu with categories like 'Economic Concepts', 'Monetary operations', and 'Prices, output, demand and labour market'. The main content area features a table of 'Selected indicators for the Euro Area' and a line chart titled 'Inflation rate (HICP)' showing data from 1999 to 2008. Below the chart is a 'Release Calendar for Euro Area Statistics (next 5 publications)' table.

Release Date	Indicator	Reference Period
2009-05-15	Euro area HICP statistics (seasonally adjusted)	2008 Q4
2008-05-23	Euro area securities issues statistics	2008 Q3
2008-05-28	Euro area monthly balance of payments	2008 Q3
2008-05-26	Monetary developments in the euro area	2008 Q4 end
2008-06-09	MFI interest rate statistics	2008 Q4

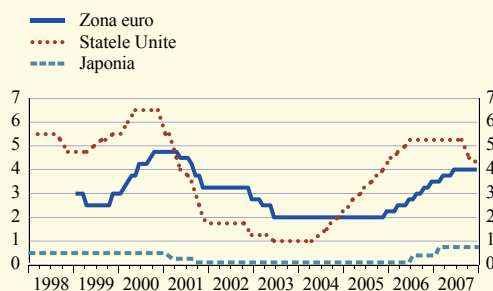
Statistical Data Warehouse al BCE este disponibil la adresa <http://sdw.ecb.europa.eu>. Informații suplimentare referitoare la funcțiile acestuia puteți afla în secțiunea *Help* a acestui instrument.

10 ANI DE STATISTICĂ A ZONEI EURO ȘI COMPARAȚIA CU STATISTICA CELORLALTE ZONE ECONOMICE IMPORTANTE

I. Ratele dobânzilor de politică monetară stabilite de băncile centrale

(sfârșitul perioadei)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană	Statele Unite	Japonia
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Extinderea zonei euro				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Extinderea zonei euro				
2007	4,00	-	4,25	0,75



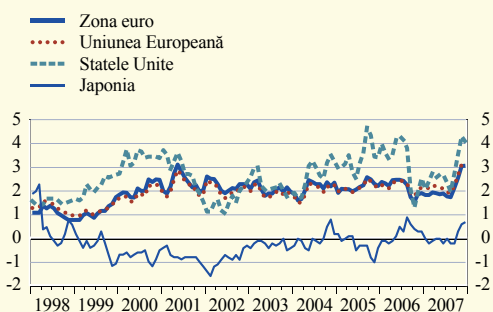
Sursa: BCE, Rezervele Federale și Banca Japoniei.

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 1, Secțiunea 1.2) și în Broșura statistică (Capitolul 8, Secțiunea 8.1), disponibile de asemenea prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Rata inflației (IAPC/IPC)

(variații procentuale anuale)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ³⁾
Media perioadei 1989-98	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Extinderea zonei euro				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Extinderea zonei euro				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Sursa: Eurostat, *Bureau of Labor Statistics* (Statele Unite) și *Statistics Bureau* (Japonia).

1) IAPC. Date anterioare estimate pe baza IPC la nivel național. Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 5, Secțiunea 5.1.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

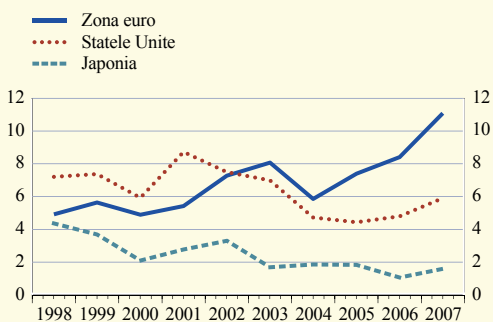
2) IAPC. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 11, Secțiunea 11.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) IPC la nivel național. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2).

3. Masa monetară în sens larg

(variații procentuale anuale)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ²⁾	Japonia ²⁾
Media perioadei 1989-98	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Extinderea zonei euro				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Extinderea zonei euro				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Sursa: BCE, Rezervele Federale și Banca Japoniei.

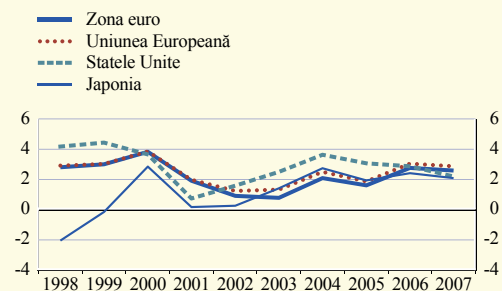
1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 2, Secțiunea 2.3) și în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2), disponibile de asemenea prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2) și în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2).

4. PIB ¹⁾

(variații procentuale anuale de volum)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ⁴⁾	Japonia ⁵⁾
Media perioadei 1989-98	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Sursa: Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), *Economic and Social Research Institute* (Japonia) și calcule BCE.

1) Datele anuale nu sunt ajustate cu variațiile numărului de zile lucrătoare.

2) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 5, Secțiunea 5.2.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE. (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

3) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul I, Secțiunea 1.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

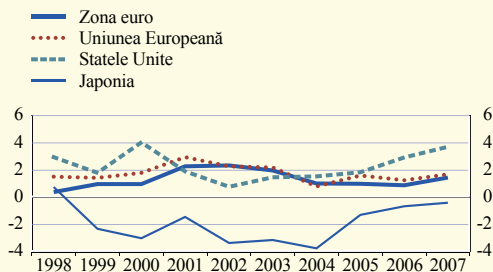
4) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5. Costul unitar cu forța de muncă

(variații procentuale anuale)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ³⁾
Media perioadei 1989-98	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Sursa: Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), *Economic and Social Research Institute* (Japonia) și calcule BCE.

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 5, Secțiunea 5.1.4), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.1).

2) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 11, Secțiunea 11.4).

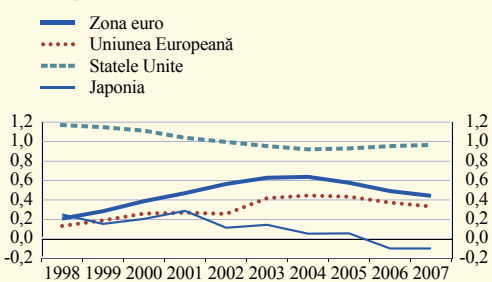
3) Calcule BCE.

6. Populația

(milioane)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
Media perioadei 1989-98 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128

(variații procentuale anuale)

Sursa: Eurostat, *Census Bureau* (Statele Unite) și *Statistics Bureau* (Japonia).1) Medie anuală. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 2, Secțiunea 2.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).2) Medie anuală. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 11, Secțiunea 11.6), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).

3) Datele se referă la numărul populației înregistrat la mijlocul anului. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

4) Datele se referă la numărul populației înregistrat la data de 1 octombrie. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

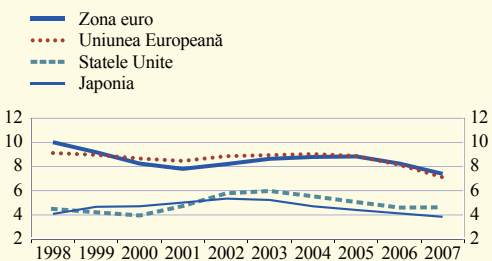
5) 1991-1998 pentru zona euro; 1993-1998 pentru Uniunea Europeană.

6) Datele referitoare la zona euro, UE și Japonia sunt parțial estimative.

7. Rata șomajului

(pondere în populația activă)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ³⁾
Media perioadei 1989-98	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9

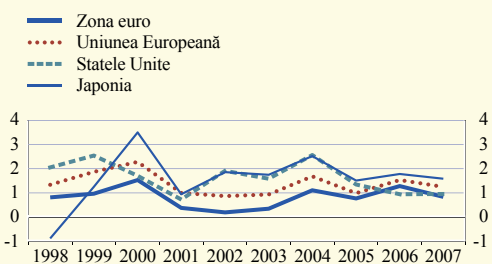
Sursa: Eurostat, *Bureau of Labor Statistics* (Statele Unite) și *Statistics Bureau* (Japonia).1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 5, Secțiunea 5.3.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000).2) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 11, Secțiunea 11.7), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).

3) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2).

8. Productivitatea muncii

(variații procentuale anuale)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ³⁾
Ritm mediu de creștere în perioada 1989-98	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6

Sursa: Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), *Economic and Social Research Institute* (Japonia) și calcule BCE.

1) Variații de volum la nivelul PIB pe angajat. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2).

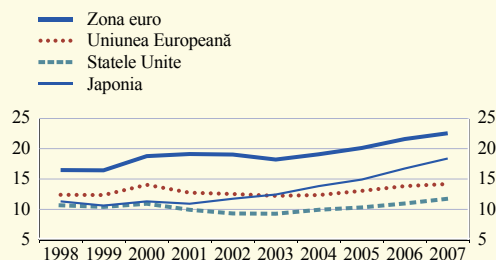
2) Variații de volum la nivelul PIB pe angajat. Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I).

3) Calcule BCE.

9. Exportul de bunuri și servicii ¹⁾

(pondere în PIB)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană ³⁾	Statele Unite	Japonia
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Sursa: BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), Banca Japoniei și Ministerul Finanțelor din Japonia.

1) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

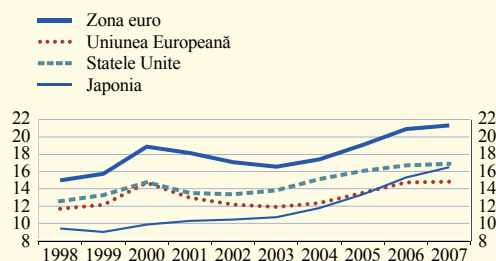
2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP.PGDP.4F_N).

3) Datele pentru anul 2000 se referă la UE15, cele pentru perioada 2001-2003 la UE25, iar cele începând cu anul 2004 la UE27.

10. Importul de bunuri și servicii ¹⁾

(pondere în PIB)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană ³⁾	Statele Unite	Japonia
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Sursa: BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), Banca Japoniei și Ministerul Finanțelor din Japonia.

1) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

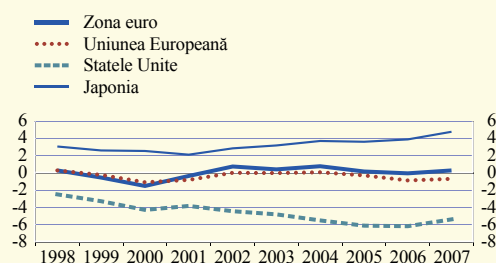
2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP.PGDP.4F_N).

3) Datele pentru anul 2000 se referă la UE15, cele pentru perioada 2001-2003 la UE25, iar cele începând cu anul 2004 la UE27.

11. Soldul contului curent ¹⁾

(pondere în PIB)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană ³⁾	Statele Unite	Japonia
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Sursa: BCE, Eurostat, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite), Banca Japoniei și Ministerul Finanțelor din Japonia.

1) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

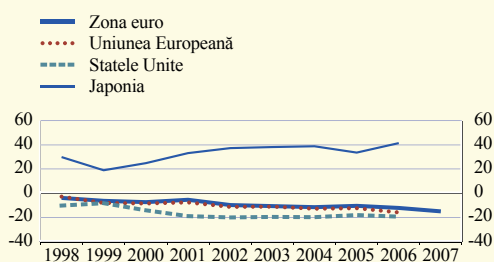
2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) Datele pentru anul 2000 se referă la UE15, cele pentru perioada 2001-2003 la UE25, iar cele începând cu anul 2004 la UE27.

12. Poziția investițională internațională netă¹⁾

(pondere în PIB)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană	Statele Unite	Japonia
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



Sursa: BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis (Statele Unite), Banca Japoniei și Ministerul Finanțelor din Japonia.

1) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.1).

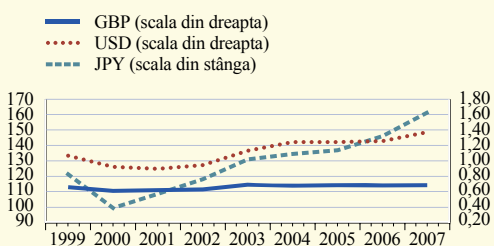
2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE.

(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).

13. Cursul de schimb al euro¹⁾

(moneda națională/euro)

	USD ²⁾	JPY ³⁾	GBP ⁴⁾
Media perioadei 1989-98 ⁵⁾	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Sursa: BCE.

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 8, Secțiunea 8.2) și în Broșura statistică (Capitolul 4, Secțiunea 4.10).

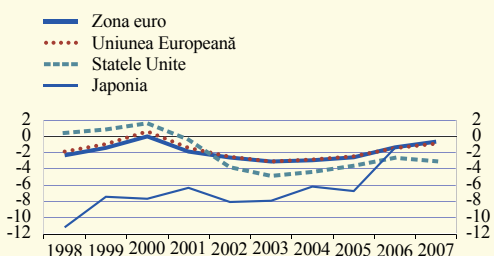
2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).3) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).4) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) Până în luna decembrie 1998, cursurile de schimb ale ECU (calculate de Comisia Europeană).

14. Deficitul (-) / excedentul (+) bugetar

(pondere în PIB)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



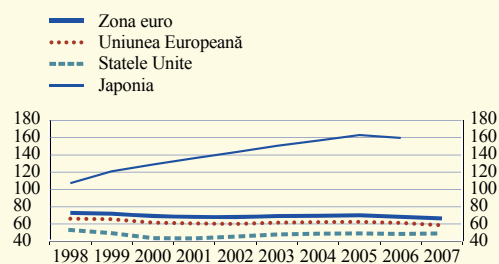
Sursa: BCE, Comisia Europeană, Bureau of Economic Analysis (Statele Unite) și Economic and Social Research Institute (Japonia).

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 6, Secțiunea 6.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).2) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 11, Secțiunea 8), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).3) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).4) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Datoria publică

(pondera în PIB)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



Sursa: BCE, Comisia Europeană, Rezervele Federale și Banca Japoniei.

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 6, Secțiunea 6.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 11, Secțiunea 11.9), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

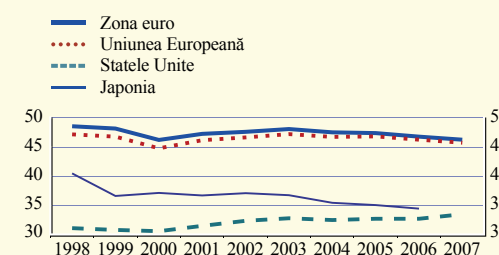
3) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 9, Secțiunea 9.2), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Cheltuielile bugetare

(pondera în PIB)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană ²⁾	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Sursa: BCE, Comisia Europeană, *Bureau of Economic Analysis* (Statele Unite) și *Economic and Social Research Institute* (Japonia).

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 6, Secțiunea 6.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 11, Secțiunea 11.10), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

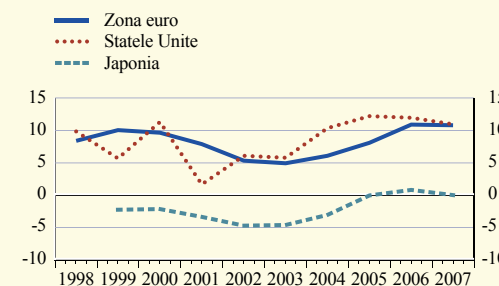
3) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 1, Secțiunea 1.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 1, Secțiunea 1.1), disponibile și prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Creditul bancar: creditele acordate de către IMF sectorului privat

(variații procentuale anuale)

	Zona euro ¹⁾	Uniunea Europeană	Statele Unite	Japonia
Media perioadei 1989-98	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Extinderea zonei euro				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Extinderea zonei euro				
2007	10,8	-	10,9	0,0



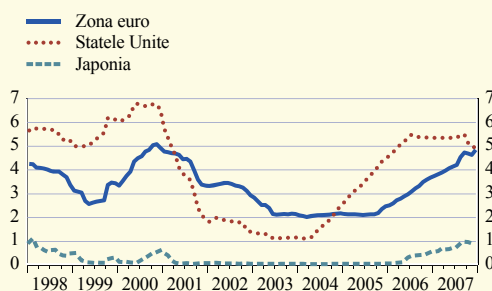
Sursa: BCE, Rezervele Federale și Banca Japoniei.

1) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. Rata dobânzii la depozitele cu scadența la 3 luni pe piața interbancară¹⁾

(procente p.a.; media perioadei)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Extinderea zonei euro				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Extinderea zonei euro				
2007	4,28	-	5,30	0,79



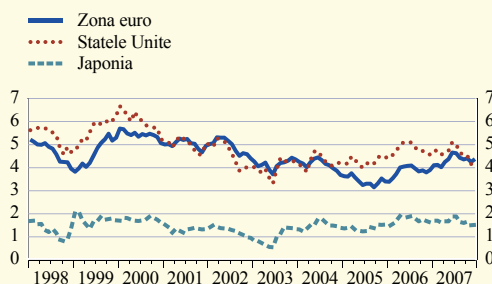
Sursa: European Banking Federation și British Bankers' Association.

1) Date publicate în Buletinul lunar (Capitolul 4, Secțiunea 4.6) și în Broșura statistică (Capitolul 9, Secțiunea 9.5).

2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).3) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).4) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).19. Randamentele asociate obligațiilor guvernamentale cu scadența la 10 ani¹⁾

(procente p.a.; media perioadei)

	Zona euro ²⁾	Uniunea Europeană	Statele Unite ³⁾	Japonia ⁴⁾
Media perioadei 1989-98	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Extinderea zonei euro				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Extinderea zonei euro				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Sursa: BCE, Reuters și Thomson Financial Datastream.

1) Date publicate în Broșura statistică (Capitolul 1, Secțiunea 1.2).

2) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).3) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).4) Date disponibile prin intermediul *Statistical Data Warehouse* al BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).

NOTE GENERALE

Anexa ilustrează evoluția principalilor indicatori statistici în decursul ultimilor 10 ani și, în măsura în care este posibil, valoarea medie a unui indicator pentru deceniul anterior introducerii euro. Tabelele prezintă date anuale și, în absența altor mențiuni, variații procentuale anuale.

Majoritatea seriilor de date pentru zona euro se referă la UE-13 (inclusiv Slovenia). Totuși, datele privind finanțele publice vizează UE-15 (inclusiv Cipru și Malta), iar în ceea ce privește ratele dobânzilor, datele statistice monetare și IAPC, datele statistice se referă la zona euro care cuprinde statele membre UE care adoptaseră euro în momentul la care se face referire la aceste date (pentru informații suplimentare, a se vedea Notele generale din secțiunea „Statistica zonei euro” a Buletinului lunar). Modificarea structurii zonei euro este indicată în tabele printr-o linie orizontală.

