

ESTIMAREA CURSULUI REAL DE ECHILIBRU ȘI A DEVIATIILOR PENTRU ROMÂNIA*

MOISĂ ALTAR**
LUCIAN-LIVIU ALBU***
IONUȚ DUMITRU****
CIPRIAN NECULA*****

Equilibrium real exchange rate provides useful information on the harmonisation of convergence criteria with exchange rate stability criteria; a requirement for accession to the European Monetary Union. This study applies econometric procedures for identifying the equilibrium real exchange rate in Romania and its tendency.

Keywords: Capital account, exchange rate, European integration.

JEL: F33; F43; O23; O57

Problematika regimului valutar adoptat de diverse țări și studiul factorilor care determină dinamica cursului de schimb reprezintă în ultimele decenii teme fundamentale ale cercetării economice. Începând cu anii '90 al secolului trecut, țările în tranziție au adoptat o multitudine de tipuri de regimuri valutare, în concordanță cu strategiile macroeconomice pe care și-au propus să le urmeze. Pe parcurs, în funcție de evoluția macroeconomică, țările în tranziție și-au modificat regimurile valutare, astfel încât acestea să asigure atingerea țintelor propuse.

În procesul de aderare la Uniunea Europeană (UE) și de pregătire a condițiilor necesare pentru intrarea în Uniunea Monetară Europeană (EMU), țările în tranziție trebuie să soluționeze o serie de probleme, dintre care unele deosebit de sensibile în ceea ce privește regimul valutar și cursul de schimb. După cum este

* Studiu apărut în PAIS III; Studiul nr. 2/2005 – Instiutul European din Romania.

** Moise ALTAR – Prof. univ. dr. în Academia de Studii Economice București;
Director master Dofin.

*** Lucian Liviu ALBU – Cercetător științific gradul I, Director al Institutului de Prognoză Economică din cadrul Institutului Național de Cercetări Economice al Academiei Române.

**** Ionuț DUMITRU – Lector universitar doctor în Academia de Studii Economice București; Economist șef Raiffeisen BANK.

***** Ciprian NECULA – Lector universitar doctor în Academia de Studii Economice București.

cunoscut, Consiliul ECOFIN din anul 2000 a stabilit obligativitatea principiului tratamentului egal pentru toate statele membre din UE. Aceasta implică aplicarea criteriilor de convergență și pentru noile state care aderă la UE. Pe de altă parte, pentru noile state care au aderat la UE, respectiv vor adera în viitor, se impune participarea la ERM-II (*Exchange Rate Mechanism-II*) care, în fapt, reprezintă un aranjament privind cursul de schimb dintre Zona EURO și statele membre ale UE care nu fac parte din Zona EURO. Aderarea la ERM-II obligă statele ca cel puțin doi ani să-și mențină cursul de schimb într-o bandă de $\pm 15\%$ în jurul cursului central. Cursul central este stabilit și ajustat de către ECB împreună cu băncile centrale ale statelor care nu fac parte din Zona EURO. În ceea ce privește regimul cursului de schimb, conform Consiliului ECOFIN trei tipuri de regimuri sunt considerate inconsistente cu ERM-II printre care *crawling peg* sau ancorarea la altă valută decât EURO.

Se reliefează faptul că între pregătirea condițiilor de aderare la UE și cele privind aderarea la EMU, cu etapa intermediară ERM-II, pot apărea contradicții majore. Pe de o parte, pentru aderarea la UE este prioritară satisfacerea condițiilor de convergență reală și nominală ceea ce implică amplificarea ritmului de creștere economică, realizarea procesului de restructurare, atragerea de capital străin și altele. Toate acestea conduc însă la aprecierea reală a cursului de schimb. Procesul de apreciere a cursului de schimb este amplificat și de modul de acțiune a fenomenului Balassa-Samuelson. Pe de altă parte, manifestarea efectului Balassa-Samuelson generează o creștere a inflației care face dificilă satisfacerea condițiilor de aderare ulterioară la EMU. După cum se știe, rata anuală a inflației pentru țările candidate la Zona EURO nu trebuie să depășească cu mai mult de 1,5 puncte procentuale media inflației celor trei țări cu inflația cea mai redusă în Zona EURO.

În armonizarea cerințelor legate de criteriile de convergență cu cele privind cursul de schimb și inflația, un rol important revine cunoașterii cât mai profunde a nivelului și dinamicii *cursului de schimb real de echilibru*.

Studii privind identificarea cursului de schimb real de echilibru au fost realizate în numeroase țări, inclusiv în unele țări fost comuniste precum Ungaria, Polonia, Republica Cehă și țările Baltice.

De peste două decenii, Fondul Monetar Internațional are preocupări legate de calculul cursului de schimb real de echilibru pentru țările în curs de dezvoltare, iar OCDE pentru țările dezvoltate.

În ceea ce privește România, preocupările în acest domeniu au fost relativ reduse. Din cauza lipsei de date statistice pe o perioadă suficient de îndelungată încât să permită utilizarea coerentă a unor tehnici econometrice, studiile elaborate în țările în tranziție au utilizat tehnicile de tip „panel”. Este de menționat faptul că și în studiile de tip „panel” elaborate în diverse țări în tranziție, datele privind România și Bulgaria au fost excluse.

Pentru deducerea efectivă a cursului de schimb real de echilibru (ERER), în literatura de specialitate și în practica economică s-au conturat două modalități distincte de abordare.

O primă abordare propusă de Williamson (1994), Bayoumi (1994) și Stein (1994) are la bază elaborarea unor modele macroeconomice care să surprindă principalele corelații din economie în care este implicat cursul de schimb. Williamson (1994) și Bayoumi (1994) propun folosirea unor modele macroeconomice de dimensiuni mari care să aibă ca output *cursul de schimb fundamental de echilibru – FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate)*, respectiv *cursul de schimb* care să corespundă strategiilor macroeconomice stabilite – *DEER (Desired Equilibrium Exchange Rate)*. Spre deosebire de autorii menționați mai sus, Stein (1994) propune calculul ERER pe baza unui model macroeconomic de dimensiuni reduse. Cursul rezultat prin tehnica propusă de Stein (1994) este numit *NATREX (NATural Real EXchange rate)*.

Cea de a doua abordare reprezentată în special de Peter B. Clark și Ronald MacDonald (1998) cunoscută și ca metodologia FMI se bazează pe tehnici econometrice de cointegrare prin intermediul cărora se încearcă deducerea cursului real de schimb pornind de la indicatorii macroeconomici fundamentali (*the fundamentals*). Ei au introdus noțiunea de *Curs de Schimb Comportamental de Echilibru – BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate)* și *Curs de Schimb Permanent de Echilibru – PEER (Permanent Equilibrium Exchange Rate)*. Prin metodologia econometrică propusă de Clark și MacDonald (1998) cursul de schimb real de echilibru (ERER) se obține prin surprinderea dinamicii pe termen lung a indicatorilor fundamentali în cadrul relației de cointegrare.

Importanța determinării cât mai exacte a cursului de schimb real de echilibru rezultă din faptul că acesta este considerat indicatorul economic fundamental pentru cunoașterea „stării de sănătate” a unei economii. El furnizează continuu informații privind nivelul de competitivitate a economiei, dezechilibrele ce pot apărea, și semnalizează în același timp situații care pot genera crize valutare. Pentru țările care urmează a adera la UE, indicatorul oferă informații utile privind modul de armonizare a criteriilor de convergență cu cele privind stabilitatea cursului de schimb, cerință impusă de aderarea ulterioară la EMU.

Pentru elaborarea studiului au fost aplicate tehnici econometrice care să permită atât identificarea nivelului cursului de schimb real de echilibru în România, cât și a tendinței de evoluție a acestuia.

Tehnicile de cointegrare au permis identificarea unei relații de echilibru între cursul real de schimb și factorii fundamentali care îl determină (*the fundamentals*). În urma verificării unui număr mare de factori fundamentali s-a ajuns la concluzia (verificată și din punct de vedere econometric) că pentru România modelul trebuie să ia în calcul următorii factori:

- *diferențialul de productivitate între România și zona euro*, prin care va fi cuantificat efectul Balassa-Samuelson în economia românească;
- *ponderea activelor externe nete în PIB*;

- *gradul de deschidere a economiei naționale*, respectiv indicatorul *openness*;

În estimări s-au folosit date trimestriale din perioada 1997 trimestrul I – 2005 trimestrul II¹. Pentru indicii de preturi, 1996:Q4=1. Dat fiind faptul ca din martie 2003 Banca Națională a României a trecut la referința EURO, iar de atunci cursul leului față de dolarul american se determina funcție de evoluția cursului EUR/USD pe piața internațională prin cross, pentru determinarea cursului de schimb de echilibru s-a luat în calcul cursul EUR/ROL (ECU/ROL înainte de 1999).

Alegerea variabilelor candidate pentru funcția de indicatori determinanți ai cursului real de schimb (*the fundamentals*), pentru a putea estima un model de tip BEER s-a bazat și pe analiza studiilor efectuate în acest domeniu în celelalte țări în tranziție, în special în Ungaria, Republica Cehă, țările Baltice ș.a.

Abordarea de tip BEER constă, în esență, în parcurgerea următoarelor etape:

1. Se estimează relația dintre cursul real de schimb și factorii săi determinanți, de regulă utilizând tehnica cointegrării, dat fiind faptul că seriile utilizate sunt, de regulă, integrabile de ordinul 1 (I(1)).

2. Valorile factorilor determinanți sunt substituite în relația estimată, ceea ce permite deviația efectivă de la echilibru.

3. Se determină valorile sustenabile pe termen lung pentru factorii determinanți ai cursului real de schimb. Aceasta se poate obține prin descompunerea seriilor în componente permanente și tranzitorii. Pentru aceasta pot fi utilizate fie filtrele de tipul *Hodrick-Prescott*, fie tehnici de descompunere de tip *Beveridge-Nelson*. Ca metodă alternativă, se pot aplica tehnicile de calibrare, așa cum propune de pildă *Baffes (1999)*.

4. Valorile pe termen lung ale factorilor determinanți ai cursului de schimb sunt substituiți apoi în relația de cointegrare estimată, care leagă cursul real de schimb de factorii săi determinanți.

5. Se calculează deviația totală de la echilibru calculând diferența între cursul real înregistrat efectiv și cursul real de echilibru estimat conform punctului 4. *Clark și MacDonald (2000)* propun o metodă alternativă de obținere a deviației totale de la echilibru, descompunând vectorul de cointegrare într-o componentă permanentă și una tranzitorie (PEER – *Permanent Equilibrium Exchange Rate*) utilizând metoda *Gonzalo-Granger*.

În vederea aplicării metodologiei prezentate au fost parcurse mai multe etape, care vor fi descrise în continuare.

Așa cum s-a mai menționat, în urma efectuării testelor de cauzalitate de tip Granger au fost selectați ca determinanți (*fundamentals*) ai cursului real de schimb indicatorul de deschidere a economiei (OPEN – *openness*, calculat ca $(\text{import} + \text{export})/\text{PIB}$), activele externe nete (NFA) și diferențialul între ratele de

¹ Alegerea perioadei de estimare a fost determinată de lipsa datelor oficiale de PIB trimestrial înainte de 1997, Institutul Național de Statistică publicând date de PIB trimestrial doar începând cu 1997.

creștere a productivității în România și EU-12 (*dif_w*) în sectorul *tradable*² ca măsură a efectului Balassa-Samuelson.

Activele externe nete (NFA), ca măsură a poziției investiționale internaționale, reprezintă stocul de active și pasive financiare externe al unei țări la un moment dat³. Ca proxy pentru poziția internațională a României s-a utilizat volumul activelor externe nete ale sistemului bancar (bănci comerciale și BNR). NFA ale sistemului bancar reflectă în cea mai mare parte intervenția BNR pe piața valutară. O scădere a volumului activelor externe nete pe toată economia datorată creșterii pasivelor externe (intrări de capitaluri, în special din investiții străine directe și alte capitaluri) necesită intervenția BNR pe piața valutară, astfel încât creșterea rezervei valutare poate replica într-o măsură ridicată scăderea poziției investiționale a țării (NFA pe toată economia). Ca urmare, NFA pentru sistemul bancar poate fi un bun proxy pentru NFA pe toată economia.

Din calculele econometrice, a rezultat că toate variabilele fundamentale luate în calcul sunt integrate de ordinul 1. Acesta permite utilizarea *tehnicii de cointegrare de tip Johansen* pentru determinarea relației de echilibru pe termen lung între factorii determinanți ai cursului de schimb (*the fundamentals*) și cursul real de schimb.

Pe baza vectorului de cointegrare estimat, s-a dedus relația de echilibru pe termen lung dintre cursul real de schimb și factorii determinanți ai acestuia:

$$\text{LCURS_R_EURO} = -1.124182881 * \text{DIF_W_SA} + 0.9329833701 * \text{NFA_SA} + 0.2482810833 * \text{OPEN_SA} + 8.879861467$$

Semnele coeficienților estimați sunt în concordanță cu teoria economică, aceștia fiind semnificativi din punct de vedere statistic.

Coeficientul *diferențialului dintre creșterea productivității în sectorul tradable în România și EU-12* (*DIF_W_SA*) din relația de echilibru este negativ ceea ce semnifică faptul că la o creștere a acestui indicator, ceea ce corespunde faptului că productivitatea din sectorul *tradable* crește mai repede în România decât în EU-12, cursul real de schimb se apreciază. În fapt aceasta este o formă de manifestare a efectului Balassa-Samuelson în România.

Semnul coeficientului asociat *gradului de deschidere a economiei* (*OPEN_SA*) din relația de echilibru pe termen lung este pozitiv, ceea ce înseamnă că la o creștere a gradului de deschidere a economiei cursul de schimb crește (moneda națională se depreciază). Într-adevăr, în România, liberalizarea comerțului exterior și diminuarea barierelor tarifare și netarifare a condus la deteriorarea

² Considerat a fi industria.

³ Conform definiției acceptate în practica internațională, poziția investițională internațională cuprinde atât stocurile activelor și pasivelor financiare externe de la începutul și sfârșitul unei perioade, cât și tranzacțiile financiare, modificările de cursuri de schimb, de prețuri internaționale și alte modificări financiare, ce au avut loc în același interval de timp. La active externe se includ investiții directe ale rezidenților în străinătate, investiții de portofoliu și alte investiții și active de rezervă ale BNR. La pasive se includ investiții directe ale nerezidenților în România, investiții de portofoliu și alte investiții.

contului curent prin faptul că s-a generat o creștere accentuată a importurilor. Astfel, au fost necesare sume mai mari de valută care să acopere importurile aflate în creștere, lucru care a condus la deprecierea monedei naționale.

Semnul coeficientului asociat *activelor externe nete* (NFA_SA) ca pondere în PIB din relația de echilibru a cursului de schimb pe termen lung indică faptul că la o creștere a activelor externe nete din sistemul bancar (Banca Națională a României și băncile comerciale), moneda națională se depreciază. Atât în mediile academice, cât și în cele ale practicienilor, semnul coeficientului asociat activelor externe nete din relația de echilibru a cursului de schimb este controversat.

La nivel teoretic există mai multe puncte de vedere în ceea ce privește influența activelor externe nete asupra cursului de schimb, atât pe termen scurt și mediu, cât și pe termen lung.

În baza modelelor de tip *stock-flow approach*, în economii emergente sau în tranziție, economii în care rata de investire este mai mare de regulă decât rata de economisire datorită necesității susținerii creșterii economice necesare recuperării decalajelor care le despart în termeni de PIB pe locuitor față de țările dezvoltate, se înregistrează de regulă intrări de capital străin, în principal prin investiții străine directe. Dacă contul de capital este liberalizat, țările în tranziție se vor confrunta în general cu creșteri ale intrărilor de capital datorate diferențialului ridicat de dobândă față de țările dezvoltate. Aceste intrări se vor reflecta în creșterea pasivelor externe (active externe nete negative) și vor genera aprecierea cursului de schimb. Cu toate acestea, pe termen lung, după ce pasivele externe ating un anumit nivel, țara respectivă trebuie să înceapă să plătească dobânzi și să ramburseze intrările de pasive externe și astfel vor exista ieșiri de capital care vor inversa influența asupra cursului de schimb, generând deprecierea monedei naționale.

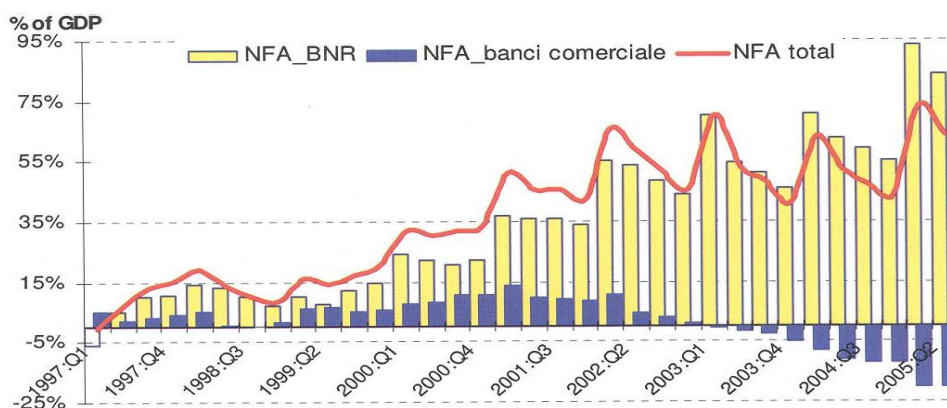
Pe baza abordării clasice a balanței de plăți (*traditional balance of payments approach*), intrările de capital străin (pasive externe) care deteriorează poziția investițională a țării (active externe nete negative) conduc la deprecierea pe termen lung a cursului de schimb, deoarece pasivele externe necesită pe termen lung un surplus comercial ridicat care poate fi obținut prin deprecierea monedei naționale.

O relație pozitivă între activele externe nete și cursul de schimb (o creștere/scădere a NFA pentru sistemul bancar, care este echivalentă cu o scădere/creștere a NFA pe toată economia, determină apreciere/depreciere a cursului de schimb) a fost obținută de unii autori pentru cazul țărilor în tranziție (Egert, 2004; Burgess ș.a., 2003 pentru țările Baltice; Alonso-Gamo ș.a., 2002, Lommatzsch și Tober, 2002 pentru Lituania, Cehia, Ungaria și Polonia; Alberola, 2003 pentru Cehia).

Concluzii opuse, respectiv existența unei relații negative între activele externe nete și cursul de schimb (o creștere/scădere a NFA pentru sistemul bancar care este echivalentă cu o scădere/creștere a NFA pe toată economia determină depreciere/apreciere a cursului de schimb) au fost obținute pentru cazul țărilor în tranziție (Hinnosar ș.a., 2003 pentru Estonia, de Rahn, 2003 pentru Cehia, Estonia, Ungaria, Polonia și Slovenia, Alberola, 2003 pentru Ungaria și Polonia) și pentru

cazul țărilor din OECD (Egert, 2004). Mai mult, utilizând date panel pentru țări în tranziție, MacDonald (2002) arată că semnul se poate schimba funcție de tipul de ecuație estimată.

Pentru cazul României, ecuația estimată a pus în evidență faptul că o creștere/scădere a NFA pentru sistemul bancar, echivalentă cu o scădere/creștere a NFA pe toată economia, determina depreciere/apreciere a cursului de schimb. Acest rezultat este susținut de abordarea clasică a balanței de plăți (*traditional balance of payments approach*), adică intrările de capital străin (pasive externe) care deteriorează poziția investițională a țării (active externe nete negative) conduc la deprecierea pe termen lung a cursului de schimb. În figura 1 se prezintă dinamica activelor externe nete în România.



Sursa: Banca Națională a României – calculele autorilor.

Fig. 1. Evoluția activelor externe nete în România.

Creșterea continuă a NFA în România se datorează în cea mai mare parte creșterii rezervei internaționale a BNR ca urmare a cumpărărilor de valută din piața valutară. Rezerva internațională a atins un nivel record de peste 16 mld. EURO în luna august 2005. După cum se vede în tabelul 1, trendul de creștere a NFA a fost modificat în anii 1998 și 2003, ani în care s-au înregistrat creșteri foarte mari ale intrărilor de capital (pasive externe care au diminuat NFA). Activele externe nete ale băncilor comerciale au înregistrat o scădere continuă ca urmare a creșterii substanțiale a pasivelor externe (în special pe seama împrumuturilor de la bănci străine și a depozitelor băncilor străine în valute convertibile).

Tabelul 1

Evoluția intrărilor de capital străin în România

Anul	Contul de capital si financiar sold	din care:	
		Investiții directe sold (mil EURO)	Investiții de portofoliu
1996	1767	210	982
1997	905	1084	779
1998	2377	1771	113
1999	451	949	-673
2000	1402	1161	137
2001	1672	1312	657
2002	2493	1194	406
2003	3471	1910	529
2004	3422	4153	34

Sursa: Banca Națională a României

Intervenția BNR pe piața valutară a fost de regulă îndreptată spre cumpărarea de valută pentru a asigura un nivel optim al rezervei valutare (circa 5 luni de importuri) și pentru menținerea în limite rezonabile a aprecierii reale a cursului leului. Începând cu luna noiembrie 2004, ca urmare a procesului de pregătire a liberalizării contului de capital și a trecerii la strategia de țintire a inflației, intervenția pe piața valutară a BNR este mai puțin predictibilă și permite o flexibilitate mai mare a cursului.

Sintetizând rezultatele obținute cu ajutorul tehnicilor econometrice de cointegrare se ajunge la concluzia că o creștere a diferențialului de productivitate dintre România și EU-12 apreciază cursul de schimb de echilibru, iar o creștere a indicatorului care cuantifică gradul de dezvoltare a sistemului financiar sau o creștere în activele externe nete ale sistemului bancar au ca efect deprecierea cursului de schimb real de echilibru pe termen lung.

Trebuie subliniat faptul că nivelul cursului de schimb real de echilibru reprezintă o *traietorie care arată modul în care acesta evoluează în timp*. În acest sens trebuie evitată eroarea care se mai face de către unii practicieni care consideră cursul de schimb real de echilibru ca fiind o valoare fixă pentru întreaga perioadă analizată.

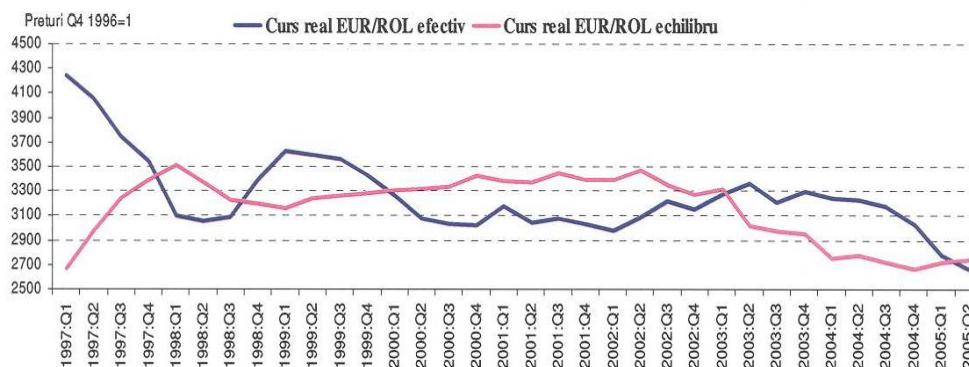
Un aspect deosebit privind relevanța economică a rezultatelor prezentate se referă la identificarea momentelor în care *cursul de schimb real efectiv a avut abateri de la cursul de schimb real de echilibru*, precum și explicarea cauzelor care au generat aceste deviații. Evident că explicarea deviațiilor de la cursul de schimb real de echilibru impune ca o condiție sine qua non cunoașterea cât mai profundă a evenimentelor economice și financiar-monetare care au avut loc în România în perioada analizată. Vor fi prezentate două metodologii distincte de calcul al deviației cursului real efectiv de la cursul de echilibru.

Prima, denumită *Abaterea efectivă*, cuantifică *deviațiile pe termen scurt* ale cursului real efectiv de la cursul de echilibru. Pentru acest calcul sunt utilizați coeficienții obținuți în relația de cointegrare, precum și valorile efective realizate pentru indicatorii fundamentali luați în calcul.

Cea de-a doua metodă permite calculul *Deviației de la trend*, respectiv a *deviației pe termen lung*. Această metodologie de calcul are la bază deducerea în prealabil a trendului de evoluție a factorilor determinanți (*the fundamentals*) ai cursului de schimb real de echilibru.

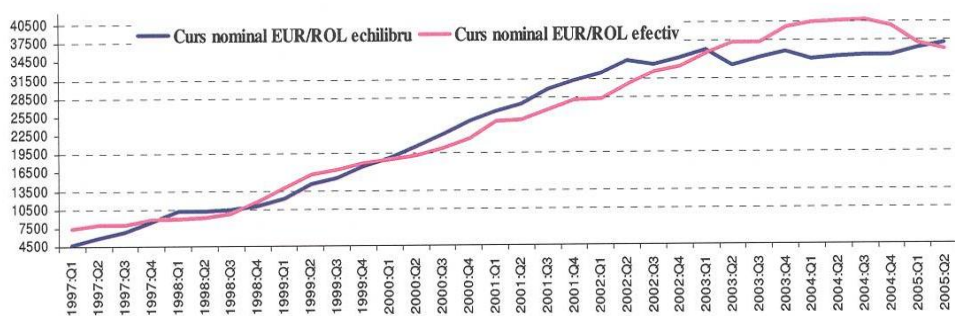
În figurile 2 și 3 se prezintă evoluția cursului de schimb real și a celui nominal efectiv, comparativ cu evoluția cursului de schimb de echilibru în perioada 1997–2005.

Pentru a calcula „deviația totală” a cursului efectiv în raport cu cursul de schimb real de echilibru a fost necesar calculul în prealabil al trendului indicatorilor fundamentali (*the fundamentals*). Aceasta s-a realizat prin utilizarea unor filtre de tip Hodrick-Prescott. În figura 4 se prezintă rezultatele obținute.



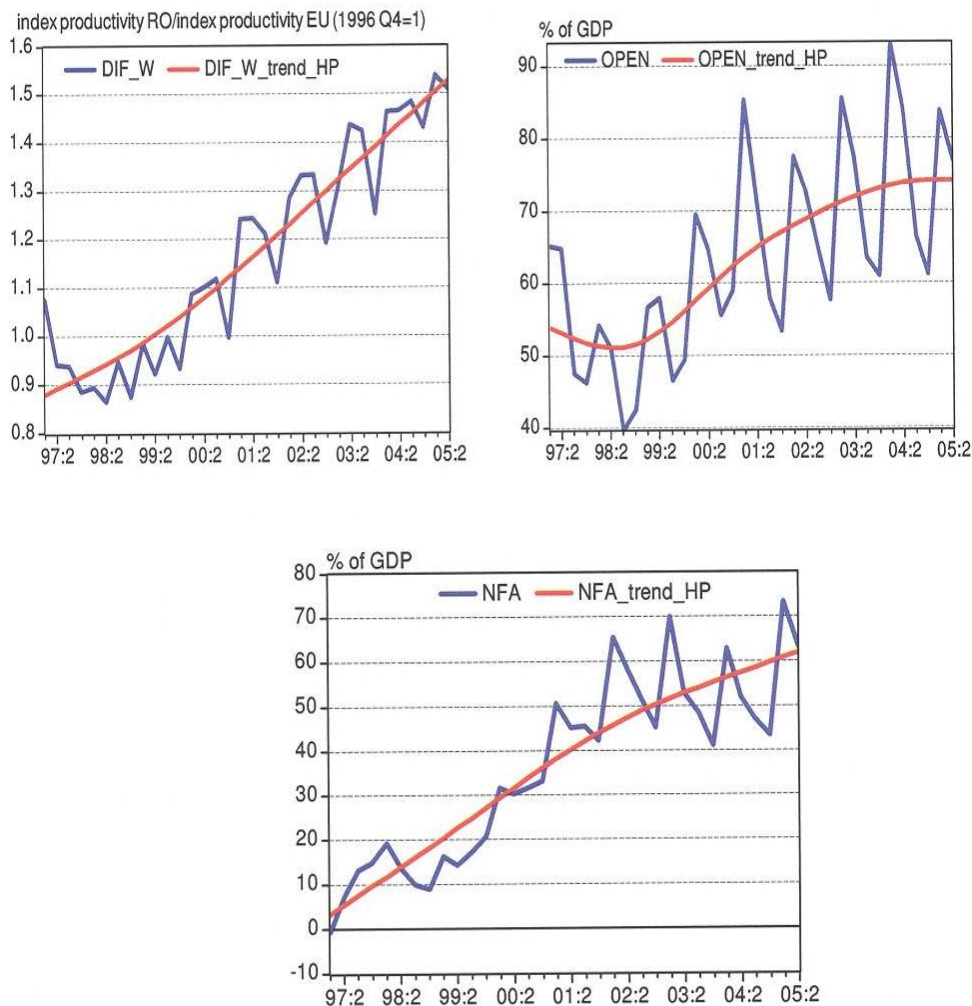
Sursa: Calculele autorilor.

Fig. 2. Cursul nominal EUR/ROL efectiv și de echilibru.



Sursa: Calculele autorilor

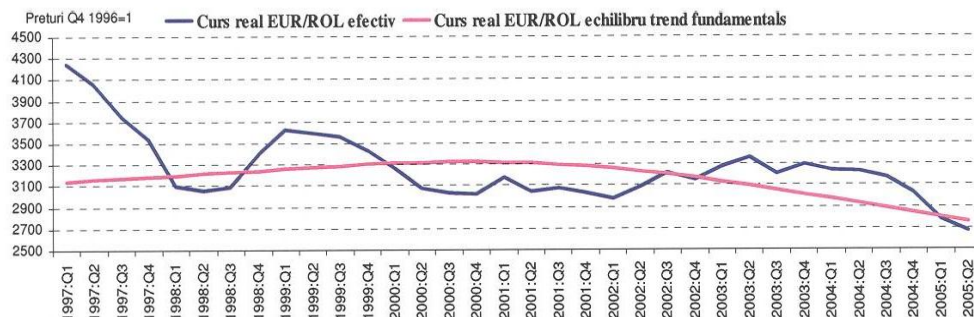
Fig. 3. Curs nominal EUR/ROL efectiv și de echilibru.



Sursa: Calculele autorilor

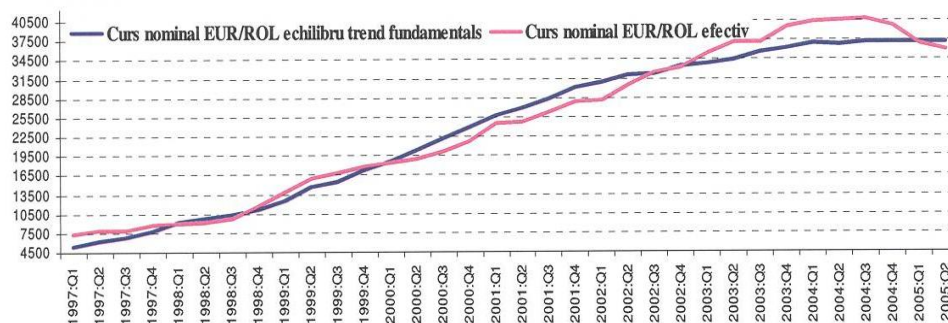
Fig. 4. Trendul Hodrick-Prescott pentru determinanții cursului real de schimb.

Pe baza trendului calculat pentru factorii determinanți și utilizând coeficienții din relația de cointegrare, a fost calculat trendul cursului de schimb real de echilibru. În figura 5 și 6 se prezintă trendul cursului de schimb de echilibru, comparativ cu cursul real efectiv realizat și respectiv cu cursul nominal efectiv.



Sursa: Calculele autorilor.

Fig. 5. Cursul real efectiv si de echilibru.



Sursa: Calculele autorilor.

Fig. 6. Cursul nominal efectiv si de echilibru.

În ceea ce privește indicatorul *abaterea efectivă pe termen scurt*, care măsoară deviația procentuală a cursului de schimb real efectiv de la valoarea sa de echilibru, acesta va fi calculat pe baza următoarei formule:

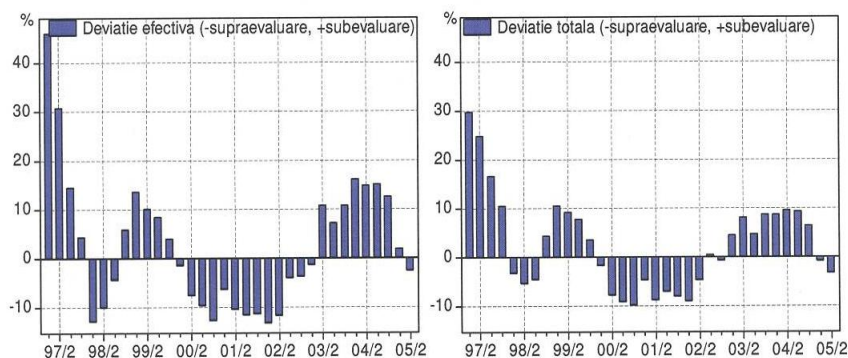
$$\text{Deviație efectivă} = \frac{(\text{CURS_REAL_EFECTIV} - \text{CURS_REAL_ECHILIBRU})}{\text{CURS_REAL_ECHILIBRU}}$$

Pe baza trendului identificat pentru factorii determinanți ai cursului de schimb real de echilibru, „deviația totală” a cursului efectiv realizat s-a calculat folosind următoarea formulă:

$$\text{Deviația totală} = \frac{\text{CURS_REAL_EFECTIV} - \text{CURS_REAL_ECHILIBRU_trend}}{\text{CURS_REAL_ECHILIBRU}}$$

Indicatorul privind deviația de la trend calculat pe baza formulei de mai sus prezintă avantajul că se ține seama atât de abaterile generate de dezechilibrul cursului real de schimb, cât și de abaterile cauzate de deviațiile de la trend ale factorilor fundamentali.

În figura 7 se prezintă pentru perioada analizată deviația, pentru fiecare trimestru, a cursului de schimb real efectiv de la nivelul său de echilibru. După cum se observă, deviațiile cele mai semnificative de la cursul de schimb real de echilibru au avut loc în anul 1997, respectiv peste 45% în trimestrul întâi 1997.



Sursa: Calculele autorilor

Fig. 7. Abaterile procentuale de la echilibru.

În tabelul 2 se prezintă principalele caracteristici statistice ale indicatorilor de deviație a cursului de schimb. Acesta evidențiază faptul că media pe întreaga perioadă a fost pozitivă, respectiv cursul efectiv a fost mai mare decât cursul de schimb real de echilibru. Aceasta conduce la concluzia că în perioada 1997–2005 moneda națională, în medie, a fost subevaluată.

Tabelul 2

Abaterea procentuală efectivă de la echilibru a cursului real

	„Deviație efectivă” de la echilibru	„Deviație totală” de la echilibru
Mean	2.73477	2.665397
Median	0.285208	2.051373
Maximum	46.00744	29.727
Minimum	-13.0979	-9.69444
Std. Dev.	13.40726	9.573089
Skewness	1.093457	0.84737
Kurtosis	4.496875	3.554208
Jaque-Bera	9.949575	4.503997
Probability	0.00691	0.105189
Observation	34	34

Sursa: Calculele autorilor

Așadar, în perioada 1997–2005 cursul leu-euro a fost subevaluat, în medie cu 2,73% dacă se iau în calcul abaterile efective, respectiv cu 2,66% dacă se iau în calcul abaterile obținute utilizând trendurile factorilor fundamentali. Deși abaterile procentuale ale cursului efectiv de la cursul de echilibru au fost relativ reduse, ele indică că a existat totuși o *subevaluare a monedei naționale*, ceea ce, în principiu, ar fi trebuit să se reflecte printr-o creștere a competitivității, respectiv *creșterea exporturilor și diminuarea importurilor*, și în final în *îmbunătățirea situației contului curent*.

Cu toate că pe perioade scurte subevaluarea monedei naționale are efecte pozitive, ducând la creșterea exporturilor, la îmbunătățirea situației contului curent și la creșterea competitivității economiei, pe termen lung situația trebuie analizată cu foarte mare prudență. Aceasta în special pentru țările în tranziție, care au aderat recent la Uniunea Europeană, sau sunt în curs de aderare. Într-o etapă ulterioară, aceste țări urmează să adere la Uniunea Economică și Monetară, și în consecință vor trebui să adopte un curs fix. Intrarea în ERM2 (Mecanismul ratelor de schimb) și introducerea EURO la un curs supraevaluat va determina o pierdere de competitivitate a economiei și un proces de convergență reală încetinit. De asemenea, un curs supraevaluat poate fi subiectul unui atac speculativ. Pe de altă parte, intrarea în ERM2 (Mecanismul ratelor de schimb) și introducerea EURO la un curs subevaluat va implica presiuni inflaționiste prin faptul că aprecierea reală așteptată a cursului se poate realiza doar printr-o inflație mai mare. În ambele cazuri, se pot *deteriora criteriile de convergență*. Tocmai de aceea, aceste fenomene, care sunt extrem de sensibile, trebuie analizate cu foarte multă atenție și responsabilitate.

Concluzii

În perspectiva aderării la Uniunea Europeană și a pregătirii condițiilor pentru integrarea în zona Euro, România a trecut la liberalizarea fluxurilor de capital în concordanță cu articolul 56 din *Tratatul privind înființarea Comunității Europene*, articol care interzice orice restricție privind mișcările de capital între Statele Membre sau între Statele Membre și țări terțe. În luna aprilie 2005 s-a realizat una dintre cele mai importante etape ale procesului de liberalizare a contului de capital, respectiv accesul nerezidenților la depozite bancare la termen în lei. Contrar anticipărilor pesimiste exprimate de unii analiști economici, se poate afirma că această etapă a liberalizării fluxurilor de capital s-a desfășurat normal, ea neconducând la seisme valutare-monetare.

Liberalizarea contului de capital, împreună cu trecerea la țintirea inflației ca modalitate coerentă de conducere a politicii monetare de către BNR reprezintă vectori-forță ai creșterii competitivității economiei românești, ai menținerii ritmurilor înalte de creștere economică.

Așa cum dovedește experiența mondială, liberalizarea contului de capital are ca efect direct o îmbunătățire a alocării capitalului, o direcționare a acestuia către cele mai productive direcții însoțită de o reducere a costului finanțării, de dezvoltarea sistemului financiar al României, de o îmbunătățire a Guvernantei Corporatiste și a mediului de afaceri, precum și de întărirea disciplinei macroeconomice.

În vederea contracarării unor efecte perverse generate de liberalizarea fluxurilor de capital, în special a riscului creșterii excesive a volumului creditului, Banca Națională a României a luat o serie de măsuri privind perfecționarea standardelor bancare prudențiale, generalizarea utilizării standardelor internaționale de contabilitate și a. In ceea ce privește riscurile legate de investițiile de portofoliu care pot expune economia națională la intrări și ieșiri bruște de capital, acestea vor fi contracarate datorită creșterii flexibilității cursului de schimb și a nivelului confortabil atins de rezervele valutare oficiale deținute de BNR.

Politicile adoptate de Banca Națională a României privind dobânzile și flexibilizarea cursului de schimb sunt menite a descuraja intrările de capital speculativ. Măsurile adoptate de România privind reforma administrației publice, îmbunătățirea infrastructurii, reducerea gradului de incertitudine a mediului economic prin stabilitatea prețurilor, a ratelor de dobândă și, reprezintă premise ale creșterii investițiilor străine directe în România.

Procesul liberalizării contului de capital conjugat cu transpunerea în practică a strategiei generale de integrare a României la Uniunea Europeană sunt factori determinanți ai convergenței nominale și reale.

BIBLIOGRAFIE

1. Alberola E., (2003), *Real Convergence, External Disequilibria and Equilibrium Exchange Rates in EU Acceding Countries*, Banco de España.
2. Alonso-Gamo P., S. Fabrizio, V. Kramarenko and Q. Wang (2002), *Lithuania: History and Future of the Currency Board Arrangement*, IMF Working Paper No. 127.
3. Baffes J., I.A. Elbadawi, and S.A. O'Connell, (1997), *Single-equation estimation of the equilibrium real exchange rate*, World Bank Working Paper No. 08/20/97.
4. Bayoumi T., P. Clark, S. Symansky and M. Taylor, (1994), *The Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculations to Alternative Assumptions and Methodologies*, in J. Williamson, ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International.
5. Burgess R., S. Fabrizio and Y. Xiao, (2003), *Competitiveness in the Baltics in the Run-Up to EU Accession*, IMF Country Report No. 114.
6. Clark P.B. and R. MacDonald, (1998) *Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEER's and FEER's*, IMF working paper 9867.
7. Coricelli F. and B. Jazbec, (2001), *Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers Series No. 2869, July.
8. Egert B., (2004), *Equilibrium exchange rates in southeastern Europe, Russia, Ukraine and Turkey: Healthy or (Dutch) Diseased?*, Oesterreichische Nationalbank.
9. Égert B., I. Drine K. Lommatzsch and C. Rault, (2002), *The Balassa-Samuelson effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality?*, William Davidson Institute Working Paper No. 483.

10. Halpern L. and C. Wyplosz, (1998), *Equilibrium exchange rates in transition economies: further results*, prepared as part of a CEPR project on *Equilibrium and Adjustment Dynamics of the Exchange Rates of the Associated Countries of Central and Eastern Europe*.
11. Hinnosar M., R. J., H. Kaadu and L. Uusküla, (2003), *Estimating the Equilibrium Exchange Rate of the Estonian Kroon*, Bank of Estonia.
12. Isărescu M., (2005b), *Obiectivele pe termen mediu ale politicii monetare și cursului de schimb*, prezentare susținută la ediția 2005 a programului economic de preaderare, www.bnro.ro .
13. Johansen S. and K. Juselius, (1990), *Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – with Applications to Simultaneous Equations and Cointegration*, Journal of Econometrics, 69.
14. Lommatzsch K. and S. Tober, (2002), *What Is behind the Real Appreciation of the Accession Countries' Currencies? An Investigation of the PPI-Based Real Exchange Rate*, presented at *Exchange Rate Strategies during the EU Enlargement*. Budapest.
15. MacDonald R., (2001), *Modelling the long-run real effective exchange rate of the New Zealand Dollar*, Reserve Bank of New Zealand, DP2002/02.
16. MacDonald R. and A. Wójcik, (2002), *Catching up: The Role of Demand, Supply and Regulated Price Effects on the Real Exchange Rates of Four Accession Countries*, Focus on Transition 2/2002.
17. Rahn J., (2003), *Bilateral Equilibrium Exchange Rates of the EU Accession Countries against the Euro*, BOFIT Discussion Paper No. 11.
18. Stein J. L., (1994), *The Natural Real Exchange Rate of the US Dollar and Determinants of Capital Flows*, in J. Williamson, ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics.
19. Williamson J., (1994) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington D.C.
20. Wyplosz C., (1999), *Ten Years of transformation: macroeconomic lessons*, Paper presented at the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics, Washington.